



This Means War II . 삼별초(三別抄) 연대기

삼별초 연대기 - 시작은 방어였으나 그 끝은 공격

인터넷·SW·조용선, 3773-8826

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
조용선

yongsun.cho@sk.com
02-3773-8826

인터넷 / SW

This Means War II. 삼별초(三別抄) 연대기

웹과 포털이 침투한 이래 20 여 년 동안 플랫폼 비즈니스는 CPND 가치사슬 내에서 변혁을 주도했다. 하지만 다소 간 높게 형성된 기대감 아래 플랫폼 기업들은 최근 불완전한 비즈니스 모델을 양산하고 있다. 위워크 기업가치가 1/3 로 절하됐고 우버와 슬랙은 IPO 후 5개월 간 각 -23%, -44% 하락했다. 본원적인 의구심이 드는 시점이다. 정상적 비즈니스 모델을 구현한 사례는 이익창출 경험이 있는 기업군이 직접 연구개발을 이행했거나 인수합병 이후 수익화를 유도한 경우에 국한된다. 절대적 자원의 글로벌 IT 플랫폼에 대항하여 커머스와 콘텐츠를 병합한 한국의 인터넷 기업이 건실한 표준이다.

Communication Services 시대의 개막 - 완전히 새로운 패러다임

신설된 Communication Services 섹터는 FAANG 기업군 중 3 개를 포섭하고 S&P, 이머징에서 완전한 대형 섹터로 자리잡았다. 하위에 통신업을 예측하는 한편, IT 와 소비재로부터 주요 기업군을 편입시켰다. 기존의 산업 영역은 상당 부분 블러링이 진척되어 이제 완전히 새로운 기준점이 생긴 것이다. 이중 업계 간 계열화는 이미 오래된 현상이고 우리는 대전환의 시대를 관통하고 있다. 검색엔진, 소셜 미디어 그리고 이를 기반으로 한 Pay-per-click 광고는 공식적으로 한 영역에 들어왔고, 콘텐츠와 커머스를 타깃으로 한 해계모니 다툼이 본격화된다. “This Means War.” 바야흐로 우리는 플랫폼 대전(大戰)을 목도하게 될 것이다.

We Run Ads! - 진실을 보는 눈, 플랫폼 절벽을 마주하며

플랫폼 대전이 발발하는 근원적 전제는 플랫폼 절벽의 출현이다. 창조적인 스타트업과 신생 VC 가 새로운 세계를 이야기할 때 우리는 오히려 기존의 모델에 집착할 수 있어야 한다. '98 년 Google 과, '05 년 Facebook, Youtube 는 디지털 광고 비즈니스를 분명하게 선점, 영위, 발전시키고 있다. 반면, 불분명한 산업 경계 위에서 수 년 간 적자지속 중이거나 자본잠식을 반복하는 경우 플랫폼 절벽을 마주한다. 본디 성립 불가능한 모델을 쥐고 외부 수혈만 고대한다면 결국 기업가치가 회귀하는 가치함정에 빠질 것이다. Amazon 과 MS 와 같이 Web services 부문을 공략하거나, Adobe, Bestbuy 의 방식으로 Subscription Model 로 전환하는 것은 유효하다. “Everything changes, but nothing changes.” 변혁의 구간에도 본연의 가치를 보는 눈이 중요하다.

삼별초 연대기 - 시작은 방어였으나 그 끝은 공격

글로벌 포털, 메시징 앱 그리고 Digital Ad 에 있어서 한국 시장은 특수성을 띤다. 국가적 통제(중국), 동구권 정보 독점(러시아) 케이스를 제외하고 유일하게 시장 방어에 성공했기 때문이다. 현재에도 한국 시장은 NAVER(UV 1 위), 카카오(MAU 1 위)가 기존 지위를 수성하고 있다. 다만 체류시간 기준으로 Youtube 가 단연 1 위이며 영상 플랫폼은 잠식당했다. 그러나 한국 시장이 미디어 콘텐츠의 강점을 띠고 있어 기존 트래픽을 기반으로 커머스/모빌리티/웹툰/파이낸셜/영상콘텐츠 등 카테고리 저변을 확대하고 일본/대만/아세안 등 지역 커버리지 공략이 유효한 상황이다. 한국 인터넷 주요 기업은 높은 R&D 수준으로 기술 역량도 글로벌 사와 충분히 경쟁 가능하기에 더욱 고무적이다.

Contents

1. Communication Services 시대의 개막	3
2. Zuckerberg: "We Run Ads !"	15
3. 삼별초(三別抄) 연대기	32
4. 기업분석	62

NAVER (매수(신규편입) | T.P 190,000 원(신규편입)

카카오 (매수(신규편입) | T.P 165,000 원(신규편입)

Compliance Notice

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

1. Communication Services 시대의 서막

(1) Scene #1. Communication Services 시대의 서막

지난 해 10 월 1 일을 기점으로 MSCI 는 GICS(Global Industry Classification Standard)¹ 체제를 대폭 개편했다. Communication Services 섹터의 신설을 중점으로 한 당 개편은 지난 2016 년 Financials 섹터에서 Real Estate 부문을 분리 독립시켜 신설한 이후 가장 큰 변화로 평가된다. 현재의 GICS 체제는 총 11 개 섹터로 본 개편을 통해 영향을 받게 된 섹터는 신설된 Communication Services 섹터와 더불어 Telecommunication Services, Information Technology 그리고 Consumer Discretionary 섹터이다.

기술의 변혁과 트렌드의 변화는 새로운 유형의 산업을 창출하고 기존 산업의 생태계에도 적잖은 변형을 가져다 주었다. 이에 따른 GICS 체제의 변경은 그 파급을 공식화하는 것으로 유의미한 상징성을 띠다고 할 수 있다. 개편의 내용은 다음과 같다.

첫째, Communication Services 섹터가 신설되면서 기존의 Telecommunication Services 섹터는 지위를 잃고 Communication Services 섹터 하위의 Industry Group 으로 예측되었다. 즉, Communication Services 섹터(Code 50)는 2 개의 하위 산업군인 Telecommunication Services(Code 5010, 이하 통신서비스)와 Media & Entertainment (Code 5020, 이하 미디어) 산업군으로 구성되었다.

둘째, Communication Services 섹터 내 신설된 미디어 산업군에 다른 섹터의 기업들이 편입되었다. 대표적인 것이 IT 섹터의 Search Engines, Social Media 그리고 이를 기반으로 한 Pay-per-click 기업(광고)들이다. Facebook, Alphabet, Twitter, Baidu, Tencent, Yahoo Japan 등 선이 굵고 유망한 기업들이 이 기준에 의해 대거 이동했다. IT 섹터의 비디오 게임 콘텐츠(Nintendo, Konami 등)도 Code 5020 에 편입되었기 때문에 IT 섹터에는 본연의 H/W, S/W 만 잔류하게 되었다.

셋째, Consumer Discretionary 섹터 내에서 미디어, 콘텐츠, Pay-per-click 비즈니스를 영위하는 상당수의 기업들도 Code 5020 즉, 미디어 산업군에 편입되었다. Comcast, Naspers, Disney, Time Warner, Netflix, Dentsu Inc., Toho Co., 등이다.

마지막으로, IT 섹터 내에서 온라인 마켓플레이스 혹은 이커머스를 영위하는 Alibaba, ebay, MercadoLibre 와 같은 기업들은 Consumer Discretionary 섹터의 Retailing (Code 2550)에 예측되었다.

¹ 스탠더드앤amp;푸어스(S&P)와 모건스탠리캐피탈인터내셔널(MSCI)이 1999 년 공동개발한 산업분류 기준이며, 섹터의 진화에 따라 효율적인 체계를 추구함.

MSCI의 GICS 체제 개편 예고



THE GLOBAL INDUSTRY CLASSIFICATION STANDARD (GICS®)

RENAMING THE TELECOMMUNICATION SERVICES SECTOR AS COMMUNICATION SERVICES

The Global Industry Classification Standards (GICS®) has introduced major changes within the Telecommunication Services Sector.

The last several years have seen rapid evolution in the way people communicate, access entertainment content and other information. This evolution is a result of the integration between telecommunications, media, and internet companies. Companies have moved further in this direction by consolidating through mergers and acquisitions and many now offer bundled services such as cable, internet services, and telephone services. Some of these companies also create interactive entertainment content and aggregate information that is delivered through multiple platforms such as cable and internet, as well as accessed on cellular phones.

In light of the changes in the telecommunications sector there will be a number of revisions to the GICS® structure which will be implemented after the close of business (ET) on Friday, September 28, 2018 in GICS Direct. The changes will be implemented in the MSCI Equity Indexes in one step as part of the November 2018 Semi-Annual Index Review.

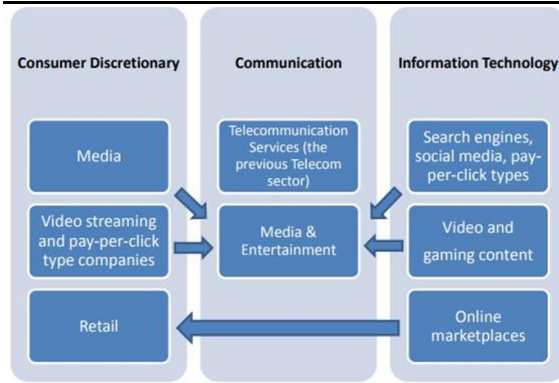
자료 : MSCI, SK 증권

MSCI GICS 산업분류 시스템



자료 : MSCI, SK 증권

Communication Services 섹터 형성 개관



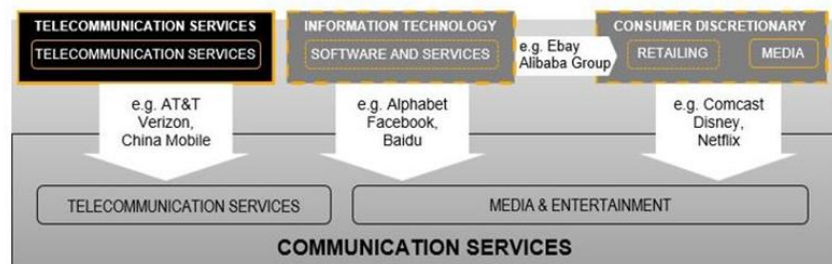
자료 : Credit Suisse Trading Strategy, SK 증권

GICS 체제 개편에 따른 주요 기업 섹터 변경

Company	Sector(Past)	Sector reclassification
Facebook	Information Technology	Communication Services
Alphabet	Information Technology	Communication Services
Baidu	Information Technology	Communication Services
Tencent	Information Technology	Communication Services
Twitter	Information Technology	Communication Services
Weibo	Information Technology	Communication Services
Netflix	Consumer Discretionary	Communication Services
Disney	Consumer Discretionary	Communication Services
Time Warner	Consumer Discretionary	Communication Services
Alibaba	Information Technology	Consumer Discretionary
Ebay	Information Technology	Consumer Discretionary
MercadoLibre	Information Technology	Consumer Discretionary

자료 : MSCI, SK 증권

신설 Communication Services의 비중확대



자료 : MSCI, SK 증권

(2) Scene #1. Implication- 첫번째 합의

본 개편으로 Communication Services는 완전한 대형 섹터로 자리매김했다. S&P 기준 20% 초반 비중의 IT 섹터, 10% 초반 비중의 Consumer Discretionary에 이어 세번째로 큰 규모이며, MSCI EM(신흥국) 기준으로는 IT 섹터와 양강 구도를 형성하고 있다. (각 10% 중반대이며, Consumer Discretionary는 약 10% 비중) 흔히 회자되는 FAANG 기업 중 3개를 포섭했다는 점을 상기하면 당연한 결과라고 할 수 있다.

더욱 중요한 것은, GICS 개편이 현상의 후행적 조정이라는 점이다. Communication Services 섹터에 의해 새로운 비즈니스 모델이 구축되어 왔고 기존의 영역은 상당 부분 '블러링(blurring)'을 경험하거나 파괴되었다. 우리는 이미 대전환(大轉換)의 시대를 관통하고 있고 보다 근원적인 변혁을 순차적으로 마주하게 될 것이다.

좀 더 구체적으로 들여다 보면 첫째로, 신설된 Communication Services 섹터 하위에 Telecommunication Industry Group 즉, 통신서비스가 예측되었다는 점에 주목할 필요가 있다. 통신서비스 업체와 미디어 기업은 오랜 제휴 관계를 넘어 M&A와 JV를 통한 비즈니스 융복합 단계에 이르렀다. 2016년 AT&T는 타임워너사를 인수했다. (854억 USD) 그 전에도 타임워너사는 타임 워너 케이블이라는 유선방송 사업자를 보유하고 있었다. ('09년 매각) 이중 업계 간 계열화는 이미 오래된 현상인 것이다. 일찍이 과거 타임워너사를 인수하고자 했던 주체로 Rupert Murdoch(루퍼드 머독)의 글로벌 미디어 지주사인 News Corporation이 대표적이고, '16년에는 Apple사의 타임워너 인수 논의도 있었다. 글로벌 통신업체, IT H/W 기업 역시 신성장 동력 방향성을 '미디어'에 조준하고 있다.

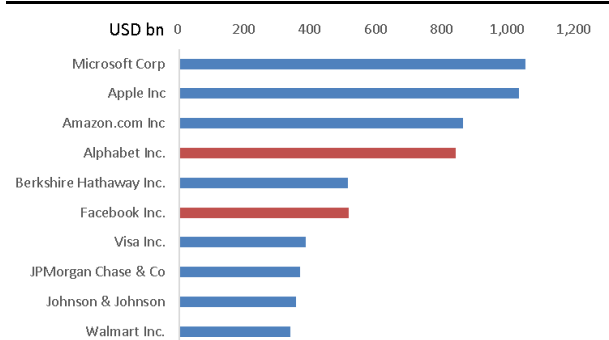
AT&T가 타임워너 인수를 완료한 2018년 6월 15일을 기점으로 타임워너는 워너미디어(Warner Media)로 사명을 변경했고, AT&T 엔터테인먼트 대표였던 John Stankey가 워너미디어 CEO로 선임되었다. 현재 워너미디어는 HBO, CNN, Cartoon Network와 같은 TV 채널과 DC Entertainment, Warner Brothers와 같은 미디어 제작 배급 계열사를 보유 중이다. AT&T-Warner Media-Warner Brothers/DC Ent.로 대표되는 융복합 계열화가 일단락된 상황이다. 이에 덧붙여, 2020년 자체 스트리밍 서비스인 HBO 맥스를 출시할 예정이며, 이 기조대로라면 Netflix 콘텐츠 중 워너미디어 보유분은 단계적 철수를 단행할 가능성이 농후하다.

이 같은 형태의 글로벌 미디어 그룹 수직 계열화는 전열을 가다듬는 대형 미디어-통신사를 중심으로 현재 진행형이다. 도처에서 부침(浮沈)을 목도할 수 있다. 불과 5년 전까지만 하더라도 세계 3대 미디어 그룹으로 꼽혔던 News Corporation은 이제 Walt Disney와 Warner Media의 아성에 빗대기 어려울 만큼 축소되었다. News Corporation의 법적 계승자인 21세기폭스는 Walt Disney사에 영화, TV 부문 사업을 대부분 매각하고 해체되었다. Walt Disney는 20세기폭스, 폭스 서치라이트 픽처스, FX 계열의 채널, 내셔널지오그래픽(73%), 홀루(30%), Tata Sky(인도 위성방송, 30%)를 713억 USD에 인수했다. 본 인수전에서 마지막까지 경쟁했던 Comcast는 영국 방

송사 Sky Plc 만 가져갔고, News Corporation 에는 북미 방송사 FOX, FOX News, FOX Sports(독과점 이슈로 북미지역 지상파 M&A 제외)와 월스트리트저널, 더 선, 더 타임즈 등의 신문사만 잔존하게 되었다.

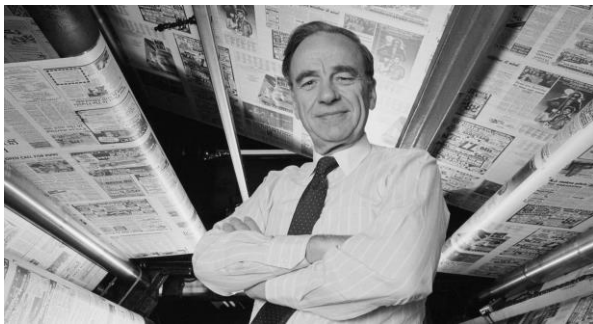
사실상 2010 년 Comcast 의 NBC 유니버설(100%) 지분 인수로 시작된 빅뱅은 Verizon 의 AOL 인수, AT&T 의 Time Warner 인수, Walt Disney 의 Fox 사 인수에 이어 가장 최근의 Viacom-CBS 합병 결정(19/8/13)²에 이르기까지 10 년 전쟁을 치렀다. 이종사업자 간 합종연횡은 잦아들 것이고, 대오를 갖춘 지금부터 본전에 들어선다. 이것이 GICS 체계 변경으로부터 도출 가능한 합의 가운데 중요한 한 가지 맥락이다.

미 10대 상장사 Mkt. cap Rank



자료 : Bloomberg, SK 증권

News Corporation의 주역, 루퍼드 머독



자료 : A Medium Corp, SK 증권

News Corporation: 2013년 기점 변화

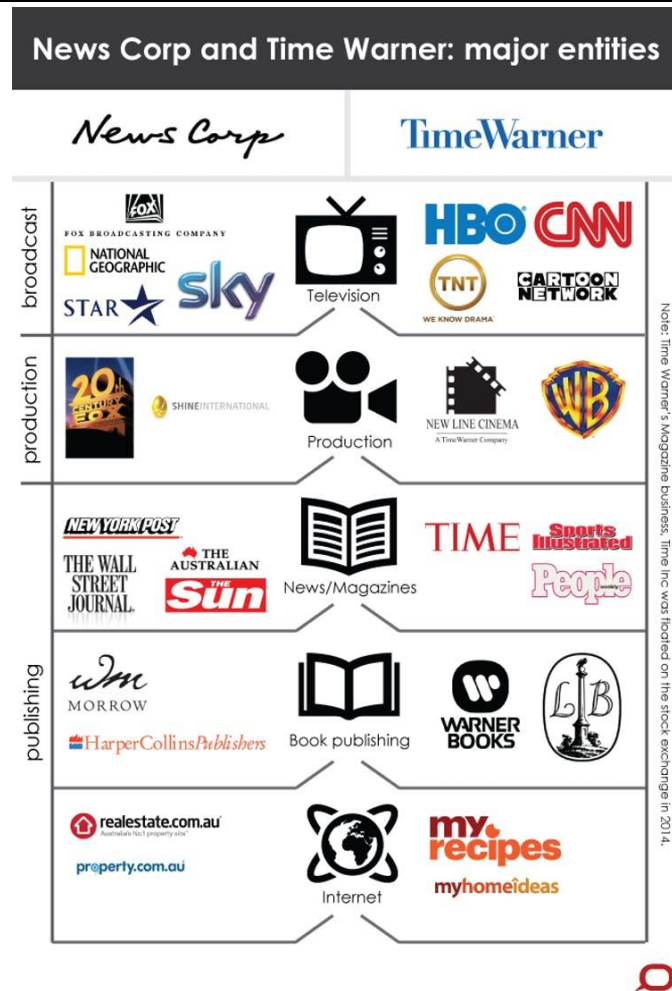


BEFORE: AFTER:

자료 : News Corp, SK 증권

² 1927년 UIP 채널로 시작한 CBS, '71년 Viacom 분사, '99년 합병, '06년 분사. 합병될 양사는 보유한 '아이언맨', '트랜스포머' 등 영화 3,600여편과 TV 드라마 14만여편의 IP를 기반으로 하며, 향후 콘텐츠 생산에 연 130억 USD 투자 예정

News Corp v. Time Warner



자료 : The Conversation, SK 증권
 주: SKY 채널, 20 세기폭스 외부 매각

AT&T 피인수 이후, WARNER MEDIA 로 출범



자료 : LinkedIn, SK 증권

Warner Media Milestone: DC Comics, Time Inc, AOL 에 이어 AT&T 까지의 M&A History

- 1966 Kinney Parking Co.와 National Cleansing Co.의 합병으로 Kinney National Services, Inc. 출범
- 1967 DC Comics, Ashley-Famous 인수로 미디어 업계 진출
- 1969 Warner Bros-Seven Arts 인수 후 반독점법 규제로 Ashley-Famous 매각
- 1970 Warner Bros, 우드스탁 페스티벌 성공
Kinney National Services, 음반업 진출(Elektra Records와 Nonesuch Records 인수)
- 1972 Kinney National Services, Warner Communications Inc.로 사명 변경
- 1975 American Express와 합작으로 Warner-Amex Satellite Entertainment 설립
합작사는 니켈로디언, TMC('79), MTV('81) 개국
- 1976 Atari Computer 인수했으나 큰 손실을 입고 '84년 매각
- 1984 Warner Communications는 합작사 지분 50%를 Amex로부터 인수하여 Viacom Inc로 매각
cf. Viacom은 Paramount Pictures, 음악채널 MTV 등을 산하에 두었고, 지주회사는 National Amusement
- 1990 Warner Communications, Time Inc 인수 합병, '91년 Time Warner로 사명 변경
- 1996 Time Warner, Turner Broadcasting System 인수로 케이블사업 진출
- 2000 Time Warner, AOL과 합병했으나 대규모 손실 이후 '09년 분사
cf. AOL은 '15년 Verizon Communications에 인수되었고, '17년 Yahoo!와 합병하여 Oath Inc(현 Verizon Media)로 발족
- 2014 Time Warner, Time Inc. 분사
- 2018 Time Warner, AT&T에 인수, Warner Media로 사명 변경

자료 : Warner Media, SK 증권

National Amusements 미디어 그룹



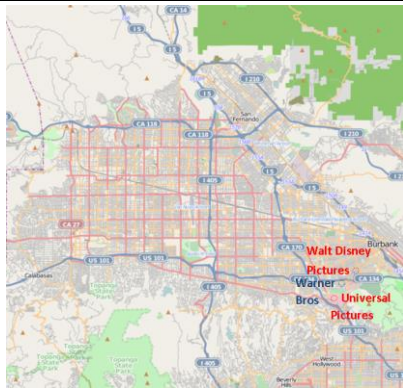
자료 : Viacom, SK 증권

Verizon 미디어 계열사: AOL + Yahoo!



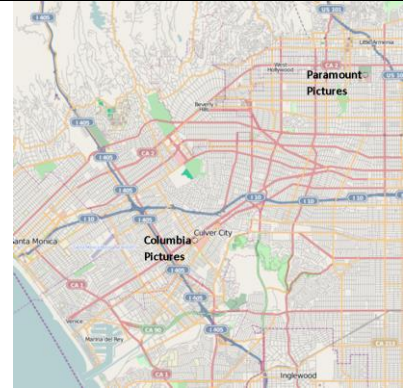
자료 : Verizon Media, SK 증권

Big 5 Studios in the San Fernando Valley



자료 : Google, SK 증권

Big 5 Studios in the Hollywood



자료 : Google, SK 증권

(3) Scene #1. Implication- 두번째 합의

본 GICS 체계 개편으로 성립 가능한 두번째 합의는 Communication Services 섹터로 대거 유입되는 IT 와 Consumer Discretionary 주요 기업군으로부터 살펴볼 수 있다. 대표적인 것이 Search Engines, Social Media 그리고 이를 기반으로 한 Pay-per-click 기업(광고)들이다. Facebook, Alphabet, Twitter, Baidu, Tencent, Yahoo Japan 등이 대표적이고 Nintendo, Konami 등 게임 콘텐츠 기업도 편입되었다. 여기에 Consumer Discretionary 섹터의 Comcast, Naspers, Disney, Time Warner, Netflix, Dentsu Inc., Toho Co., 등도 가세했다.

먼저 Search Engines 와 Social Media 로 대표되는 Google 과 Facebook 의 본질과 방향성을 살펴봐야 한다. Google 은 세계 정보를 ‘체계화’하고 ‘사용자’에게 ‘편리한 이용’을

제공하는 것을 목표로 한다.³ '19년 9월 기준 전 세계 Search Engine M/S 92.96%를 점유하고 있다.⁴ 국내 검색엔진 점유율에 대한 명확한 기준이 부재한 가운데, Inter-trend에 따르면 '16년 1월 NAVER 87%, Google 1.62%에서 '19년 10월 NAVER 57%, Google 31%으로 변화되었으며 DAUM은 9%대를 유지하고 있다.⁵ 최근 3년간 NAVER의 점유율 하락은 아쉽지만 Google로부터 검색엔진 시장을 자체적으로 방어한 유일한 사례로 꼽힌다.(Google 서비스 차단한 중국 제외) 국내 시장에서의 점유율 격차 축소 원인은 1)광고수의 배분 구조의 차이와 광고 피로도의 영향, 2)Youtube 고성장애 따른 Google 계정 수 증가, 3)네이버 검색 체계 변경에 의한 사용자 어뷰징 감소 등 복합적인 사안으로부터 기인한다.

Google 비즈니스의 본류는 당연히 검색엔진이다.('98년 BackRub으로 시작) 그러나 '06년 Youtube를 인수한 이후 글로벌 영상미디어 플랫폼의 절대적 강자로 부상했다. '07년 디지털 마케팅 기업 Double Click을 인수하고 그 해 북미 가장 많은 광고를 집행, 이듬해 Google의 광고매출은 북미 5대 방송사⁶의 합산 광고매출액에 준하는 수준을 기록했다. 이에 '08년 Google은 미 SEC에 보낸 공개문서를 통해 "테크놀로지로서 시작하여 현재 S/W, 인터넷, 광고, 미디어 기업으로 진화했음"을 천명했다. GICS 체계 변경 결정 10년 전의 일이다.

글로벌 1위의 소셜미디어 Facebook은 초창기 사용자 간 소통, 상호작용, 연락 중개를 목적으로 하는 온라인 커뮤니티⁷와 동일한 형태였다. '03년 Facemash로 시작한 Facebook은 1개 대학 커뮤니티로 시작해서 '05년 2천개 이상의 대학과 2만 5천개 이상의 고등학교 네트워크로 발전했고 '06년부터 모든 사용자로 확대되었다.⁸ '11년 Facebook은 타임라인(당시 'Wall) 개념을 발표했으며 '페이지'를 이용한 기업 광고활동을 가능하게 했다. '12년 Instagram 인수(10억 USD), '14년 WhatsApp 인수(190억 USD)로 사진, 영상, 메시지 플랫폼까지 섭렵한 융복합 미디어 기업의 면모를 갖추었으며, 이를 기반으로 Facebook 역시 IT 섹터에서 Communication Services 섹터로 이전한 대표적인 기업으로 꼽힐 수 있게 되었다.

³ Google's mission statement is "to organize the world's information and make it universally accessible and useful", How Google Search Works, 2018

⁴ Statcounter GlobalStats

⁵ 오픈서베이 설문조사('19/2월)에 의하면 Naver 74.4%, Google 13.2%, Daum 9.6%

⁶ CBS, NBC, ABC, FOX, CW

⁷ The Well(1985), Theglob.com(1994), Geo-Cities(1994), Classmate.com, Tripod(1995), SixDegrees.com(1997)

⁸ 13세 이상의 전자우편 주소를 가진 모든 사용자로 확대, 같은 해 Yahoo!로부터 10억불 인수 제안

MSCI GICS 세부산업 주요 변화

Sector	Industry Group	Industry	Sector	Industry Group	Industry
25 Consumer Discretionary	2510	Automobiles & Components	25 Consumer Discretionary	2510	Automobiles & Components
	2520	Consumer Durables & Apparel		2520	Consumer Durables & Apparel
	2530	Consumer Services		2530	Consumer Services
	2540	Media		2540	Media
	2550	Retailing		2550	Retailing
45 Information Technology	4510	Software & Services	45 Information Technology	4510	Software & Services
		Internet, Software & Services			451020 IT Services
		451020 IT Services			451030 Software
		451030 Software			
	4520	Technology Hardware & Equipment		4520	Technology Hardware & Equipment
50 Telecommunication Services	4530	Semiconductors & Semiconductor Equipment	50 Communication Services	4530	Semiconductors & Semiconductor Equipment
	5010	Telecommunication Services		5010	Telecommunication Services
		Diversified Telecomm. Services			501010 Diversified Telecomm. Services
		Wireless Telecomm. Services			501020 Wireless Telecomm. Services
		501020 Wireless Telecomm. Services			
자료: MSCI					

자료 : MSCI, SK 증권

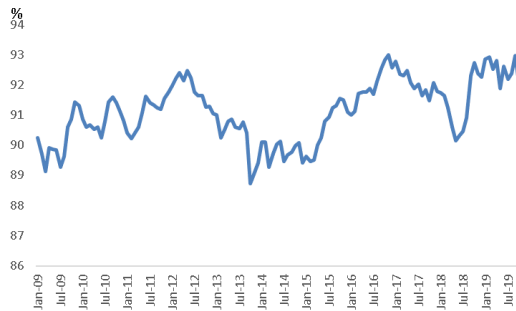
Sector code 50: Communication Services 의 Hierarchy

Sector	Industry Group	Industry	Sub-Industry
50 – Communication Services (Name change)	5010 – Telecommunication Services	501010 – Diversified Telecommunication Services	50101010 – Alternative Carriers*
			50101020 – Integrated Telecommunication Services (Definition update)
		501020 – Wireless Telecommunication Services	50102010 – Wireless Telecommunication Services (Definition update)
	5020 – Media & Entertainment (New Industry Group & code)	502010 – Media (New Industry & code)	50201010 – Advertising* (New code)
			50201020 – Broadcasting* (New code)
			50201030 – Cable & Satellite* (New code)
			50201040 – Publishing (New code & definition update)
		502020 – Entertainment (New Industry & code)	50202010 – Movies & Entertainment (New code and definition update)
			50202020 – Interactive Home Entertainment (New Sub-Industry & code)
		502030 – Interactive Media & Services (New Industry & code)	50203010 – Interactive Media & Services (New Sub-Industry & code)

*No change in definition

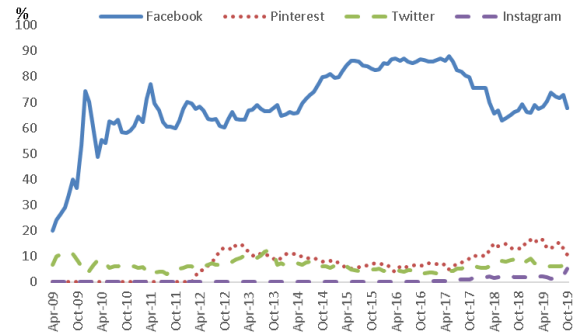
자료 : MSCI, SK 증권

Google Search Engine M/S Worldwide



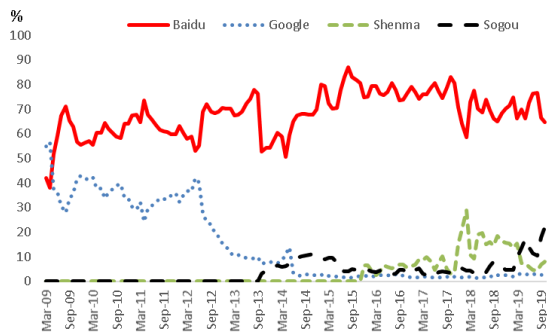
자료 : statcounter, SK 증권

Social Media M/S Worldwide



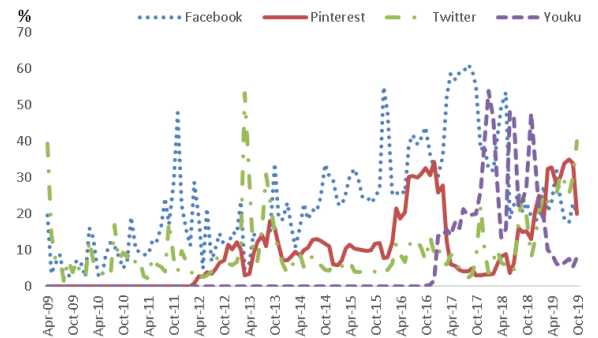
자료 : statcounter, SK 증권

Search Engine M/S China



자료 : statcounter, SK 증권

Social Media M/S China



자료 : statcounter, SK 증권

중국정부 통제 하의 Google



자료 : google, SK 증권

중국정부 통제 하의 Facebook



자료 : 언론기사, SK 증권

MSCI GICS IT 섹터 내 Sub-Industry 일부 이탈 및 조정

Sector	Industry Group	Industry	Sub-Industry
45 Information Technology	4510 Software & Services	Internet Software & Services (discontinued effective close of September 28, 2018)	451010 Internet Software & Services (discontinued effective close of September 28, 2018) Companies developing and marketing internet software and/or providing internet services including online databases and interactive services, as well as companies deriving a majority of their revenues from online advertising. Excludes companies classified in the Internet Retail Sub-Industry.
		451020 IT Services	45102010 IT Consulting & Other Services Providers of information technology and systems integration services not classified in the Data Processing & Outsourced Services Sub-Industry. Includes information technology consulting and information management services.
			45102020 Data Processing & Outsourced Services Providers of commercial electronic data processing and/or business process outsourcing services. Includes companies that provide services for back-office automation.
			45102030 Internet Services & Infrastructure Companies providing services and infrastructure for the internet industry including data centers and cloud networking and storage infrastructure. Also includes companies providing web hosting services. Excludes companies classified in the Software Industry.
		451030 Software	45103010 Application Software Companies engaged in developing and producing software designed for specialized applications for the business or consumer market. Includes enterprise and technical software, as well as cloud-based software. Excludes companies classified in the Interactive Home Entertainment Sub-Industry. Also excludes companies producing systems or database management software classified in the Systems Software Sub-Industry.
			45103020 Systems Software Companies engaged in developing and producing systems and database management software.
			45103030 Home Entertainment Software (discontinued effective close of September 28, 2018) Manufacturers of home entertainment software and educational software used primarily in the home.

자료 : MSCI, SK 증권

주 : Red indicates name, definition or structure changes in 2018

MSCI GICS Communication Services 섹터 신설

Sector	Industry Group	Industry	Sub-Industry
50 Communication Services	5010 Telecommunication Services	Diversified Telecommunication Services	50101010 Alternative Carriers Providers of communications and high-density data transmission services primarily through a high bandwidth/fiber-optic cable network.
			50101020 Integrated Telecommunication Services Operators of primarily fixed-line telecommunications networks and companies providing both wireless and fixed-line telecommunications services not classified elsewhere. Also includes internet service providers offering internet access to end users.
		Wireless Telecommunication Services	50102010 Wireless Telecommunication Services Providers of primarily cellular or wireless telecommunication services.
	Media & Entertainment 5020	Media	50201010 Advertising Companies providing advertising, marketing or public relations services.
			50201020 Broadcasting Owners and operators of television or radio broadcasting systems, including programming. Includes radio and television broadcasting, radio networks, and radio stations.
			50201030 Cable & Satellite Providers of cable or satellite television services. Includes cable networks and program distribution.
			50201040 Publishing Publishers of newspapers, magazines and books in print or electronic formats.
		Entertainment	50202010 Movies & Entertainment Companies that engage in producing and selling entertainment products and services, including companies engaged in the production, distribution and screening of movies and television shows, producers and distributors of music, entertainment theaters and sports teams. Also includes companies offering and/or producing entertainment content streamed online.
			50202020 Interactive Home Entertainment Producers of interactive gaming products, including mobile gaming applications. Also includes educational software used primarily in the home. Excludes online gambling companies classified in the Casinos & Gaming Sub-Industry.
		Interactive Media & Services	50203010 Interactive Media & Services Companies engaging in content and information creation or distribution through proprietary platforms, where revenues are derived primarily through pay-per-click advertisements. Includes search engines, social media and networking platforms, online classifieds, and online review companies. Excludes companies operating online marketplaces classified in Internet & Direct Marketing Retail.

자료 : MSCI, SK 증권

주 : Red indicates name, definition or structure changes in 2018

MSCI GICS Consumer Discretionary 섹터 미디어 산업군 편출, 이커머스 부문 편입

Sector	Industry Group	Industry	Sub-Industry
25 Consumer Discretionary	Media (discontinued effective close of September 28, 2018)	Media (discontinued effective close of September 28, 2018)	25401010 Advertising (discontinued effective close of September 28, 2018)
			25401020 Companies providing advertising, marketing or public relations services. Broadcasting (discontinued effective close of September 28, 2018)
			25401025 Owners and operators of television or radio broadcasting systems, including programming. Includes radio and television broadcasting, radio networks, and radio stations. Cable & Satellite (discontinued effective close of September 28, 2018)
			25401030 Providers of cable or satellite television services. Includes cable networks and program distribution. Movies & Entertainment (discontinued effective close of September 28, 2018)
			25401040 Companies that engage in producing and selling entertainment products and services, including companies engaged in the production, distribution and screening of movies and television shows, producers and distributors of music, entertainment theaters and sports teams. Publishing (discontinued effective close of September 28, 2018)
			25501010 Publishers of newspapers, magazines and books, and providers of information in print or electronic formats. Distributors
	2550 Retailing	255010 Distributors	25501010 Distributors
			Distributors and wholesalers of general merchandise not classified elsewhere. Includes vehicle distributors.
		255020 Internet & Direct Marketing Retail	25502020 Internet & Direct Marketing Retail
			Companies providing retail services primarily on the Internet, through mail order, and TV home shopping retailers. Also includes companies providing online marketplaces for consumer products and services.
		255030 Multiline Retail	25503010 Department Stores
			Owners and operators of department stores. General Merchandise Stores
	255040 Specialty Retail		25503020 Owners and operators of stores offering diversified general merchandise. Excludes hypermarkets and large-scale super centers classified in the Hypermarkets & Super Centers Sub-Industry.
			25504010 Apparel Retail
			Retailers specialized mainly in apparel and accessories. Computer & Electronics Retail
			25504020 Owners and operators of consumer electronics, computers, video and related products retail stores. Home Improvement Retail
			25504030 Owners and operators of home and garden improvement retail stores. Includes stores offering building materials and supplies. Specialty Stores
			25504040 Owners and operators of specialty retail stores not classified elsewhere. Includes jewelry stores, toy stores, office supply stores, health & vision care stores, and book & entertainment stores. Automotive Retail
			25504050 Owners and operators of stores specializing in automotive retail. Includes auto dealers, gas stations, and retailers of auto accessories, motorcycles & parts, automotive glass, and automotive equipment & parts. Homefurnishing Retail
			25504060 Owners and operators of furniture and home furnishings retail stores. Includes residential furniture, homefurnishings, housewares, and interior design. Excludes home and garden improvement stores, classified in the Home Improvement Retail Sub-Industry.

자료 : MSCI, SK 증권

주 : Red indicates name, definition or structure changes in 2018

2. Zuckerberg: “We Run Ads !”

(1) Scene #2. We Run Ads !

마크 저커버그(Mark Elliot Zuckerberg)는 작년 Facebook 이용자 개인정보 유출 사건에 대해 공개 사과한 이후 미 의회 청문회에 참석했다.('18/4 월) '16 년 미 대선 시기에 Cambridge Analytica(CA, 캄브릿지 애널리티카)에 Facebook 사용자 정보를 팔았고 트럼프 캠프에서 해당 사용자들에게 맞춤 선거광고 및 페이크 뉴스 제공을 했다는 의혹 때문이었다.⁹ 저커버그는 미 상원 법사위원회와 상무위원회의 합동 청문회에 출석하여 개인정보 유출은 실수이며 그 책임이 본인에게 있음을 밝혀 ‘정보 무기화(Weaponizing the Information)’ 의혹을 부인했다.

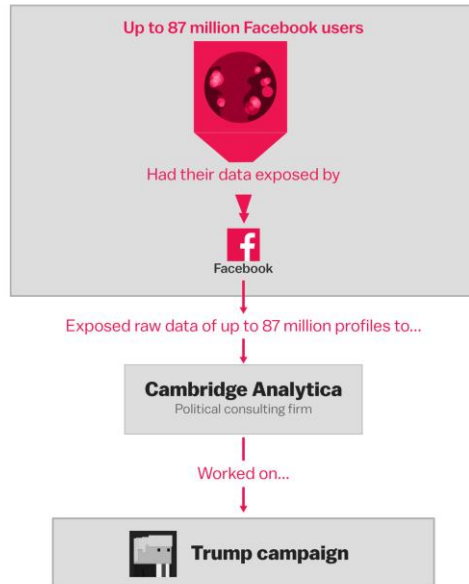
사실상 양 위원회 상원의원들 중 상당수는 저커버그에게 완전한 면죄부를 줄 정도로 낮은 수준의 질의를 했다. Chuck Grassley 의원(공화당, 아이오와)은 현 버라이즌의 자회사 AOL 과 Facebook 을 혼동하여 질문했는데 이는 Facebook 의 존재 자체를 모른다고 자인하는 것과 같았다.¹⁰ 또 다른 의원은 Facebook 자회사인 WhatsApp 과 Facebook Messenger 를 구분하지 못 하기도 했다.¹¹ Dick Durbin 의원(민주당, 일리노이)이 프라이버시권에 대한 핵심을 찌르며 저커버그를 당황시킨 순간도 있었지만 당시 청문회 이후 그 간 저커버그에게 향했던 비난의 화살은 청문 위원들에게로 향해야만 했다. 해당일 Facebook 주가는 4.5% 상승 마감하여 2 년래 최대 상승폭을 기록했다. 단 하나의 장면을 꼽자면 역시 Orrin Hatch 의원(공화당, 유타)의 질의와 이에 대한 저커버그의 답변이었다. Hatch 의원은 사용자가 서비스 비용을 지불하지 않는 Facebook 이 어떻게 비즈니스 모델을 유지하는지 질의했고, 저커버그는 다소 어이없다는 표정으로 세 단어의 답변을 했다. “We run ads!”

⁹ Weaponizing the information

¹⁰ “Mr. Zuckerberg, a magazine i recently opened came with a floppy disk offering me 30 free hours of something called America On-Line. Is that the same as Facebook?”

¹¹ 왓츠앱은 이 건과 별개로 최근 EU 일반정보보호법(GDPR) 위반 혐의로 조사를 받고 있다.

Facebook 8 천 7 백만 사용자 개인정보 유출 의혹



자료 : vox.com, SK 증권

2018/4 청문회, 마크 저커버그에 질의하는 상원의원(Orrin Hatch)



자료 : NBC, SK 증권

마크 저커버그의 답변, "Senator, we run ads."

"Senator, we run ads."

Facebook CEO Mark Zuckerberg's response to Senator Orrin Hatch, when asked how the platform sustains a business where users do not pay.

자료 : SK 증권

(2) Scene #2. Implication - 첫번째 함의, Facebook 이 기대된다

실제로 Facebook 의 매출은 대부분 광고에서 발생하고 북미지역 비중이 약 45%를 차지한다. 전년 기준 Facebook 매출액 558 억 달러 중 광고매출액이 550 억(모바일광고 504 억), 결제 및 기타 부문은 약 8 억 달러에 불과하다.¹²

Facebook 은 현재 약 300 만 명의 광고주가 다양한 하위 플랫폼에 기반해 광고비를 집행 중이다. 이 같이 Facebook 에게 적합한 비즈니스 모델을 부여한 것은 전술했던 바 '11 년에 발표된 Timeline 혹은 Newsfeed 기능이다. 또한, 현재에는 다분히 텍스트 위주인 Newsfeed 의존도를 낮추고, 보다 직관성 높은 Stories(사진/영상)를 통해 콘텐츠 증대를 유도하고 있다. Facebook Stories 의 DAU 는 Instagram Stories 와 유사한 5 억명 수준까지 올라온 상태다. 한편, 본디 높은 직관성의 Instagram 은 쇼핑 탭을 추가하여 본격적인 이커머스 플랫폼으로 전환되는 단계다.

Facebook 은 전술한 GDPR(General Data Protection Regulation) 위반 관련한 FTC(연방거래위원회) 과징금이 30 억 USD 이상 발생할 것으로 예상하여 지난 1 분기 충당금을 설정했고 이에 따라 1Q19 매출액 151 억 달러(+26% yoy), 영업익 33 억달러(-39% yoy)를 기록했다.¹³ 그러나 이와 별개로 DAU, MAU 가 전년동기 대비 high-single 견조한 성장세를 기록, 광고 및 커머스 영역에서의 잠재 모멘텀을 배가시키는 중이다. 특히 인도, 인도네시아, 필리핀 등 신흥국 중심으로 신규 이용자가 지속 유입 중이다.¹⁴ 지난 7/25 발표된 2Q 매출액은 169 억 달러(+28% yoy), 영업익 46 억 달러(-21% yoy)로 FTC 50 억 달러 벌금이 확정되어 2 분기 20 억 달러가 비용 반영 되었다.(1 분기 충당금 30 억 달러)¹⁵ 해당 비용 제거 시 영업익은 전년동기 대비 13% 증가한 수준이다. MAU(24.1 억명), DAU(15.9 억명)는 인도, 인니, 필리핀의 견인으로 각 8% 증가했다.¹⁶ ARPU 역시 전년동기 대비 18% 성장한 7.05 달러를 기록했다.

더불어, Impression 은 전분기와 동일한 역량을 이유로 전년동기 33%나 증가했다. 이를 기반으로 Facebook 의 커머스(마켓플레이스)와 Instagram Explore 탭 광고, 크리에이터 콘텐츠 광고 및 쇼핑 탭 등이 새로운 모멘텀을 창출할 것이다. 설립 10년차를 맞이하는 Instagram(설립자 Kevin Systrom, Mike Krieger)은 첫 해 100 만 유저 돌파, 이듬해 해시태그 기능을 도입하고 1,000 만 유저를 확보하는 기염을 토했다. '12 년 4 월 Facebook 에 10 억 달러에 인수된 후 현재는 MAU 가 10 억명 이상이다. '15 년 8 월 기점 정사각형 업로드 제약이 사라지면서 광고 기능이 도입되었고 도입 원년 모바일 광고매출이 약 6 억 달러에서 전년 약 30 억달러로 5 배 이상 성장했다. Instagram 기업 가치는 블룸버그 기준 약 천억 달러로 추산된다.(Facebook 시가총액 5,130 억 달러)

¹² 광고매출 중 모바일 비중은 1Q14(59%), 1Q15(73%), 1Q17(85%), 1Q18(91), 1Q19(93%)

¹³ 1Q19 광고 매출액 149 억 달러(+26.4% yoy), 그 중 모바일광고 139 억 달러(+30% yoy)

¹⁴ 1Q19 MAU 23.8 억명(QoQ 5 천 5 백만명 증가), DAU 약 15.6 억명, ARPU 6.42 달러(+16% yoy)

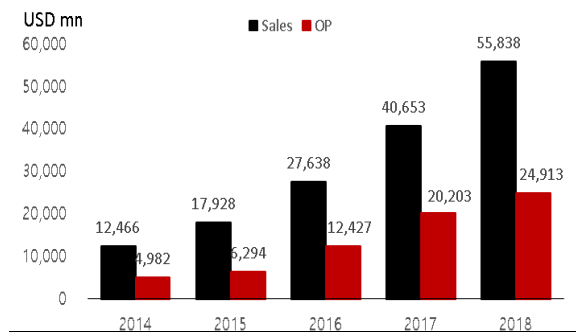
¹⁵ 일회성 세금 11 억 달러 추가 반영으로 순이익 26 억 달러(-49% yoy)

¹⁶ Facebook, Instagram, Whatsapp, Messenger 4 개 서비스 합산 시 MAU 27 억명

CEO 저커버그의 기본적 견해는 다음 문장과 같다. “It’s OK to break things, to make them better.” 이 같은 맥락에서 Facebook 은 주기적인 해커톤(hackathon)¹⁷을 주관하고 저커버그를 비롯한 임직원들이 여타 참가자들과 함께 직접 새 프로젝트를 구상하고 협업한다. 마크 저커버그 스스로가 인정했듯이 현재의 Android+iOS 모바일 OS 체제에서 Facebook 은 이에 예측된 어플리케이션 기업 중 하나인 것이다. 따라서 저커버그는 새로운 생태계와 세계관을 구상하고 있고 그것은 콘텐츠와 XR(VR+AR+MR)¹⁸의 융합으로 가능할 것이다. ‘14 년도 20 억달러에 오쿨러스 VR 을 인수했던 것도 이 때문이다. 8~10 년 후에 사업성이 입증될 로드맵이기에 중단기적인 부담은 있지만 1 세대 라인업을 구축했다는 점에서 고무적이다. ‘15 년에 100 달러 수준의 삼성 기어 VR 을 출시한데 이어 ‘16 년의 오쿨러스 Rift(약 600 달러, OLED)가 ‘19 년 Rift S(약 400 달러, LCD)로 업그레이드되었고 독립형 HMD¹⁹인 ‘17 년 오쿨러스 Go 에 이어 ‘19 년 오쿨러스 Quest 가 출시되었다.

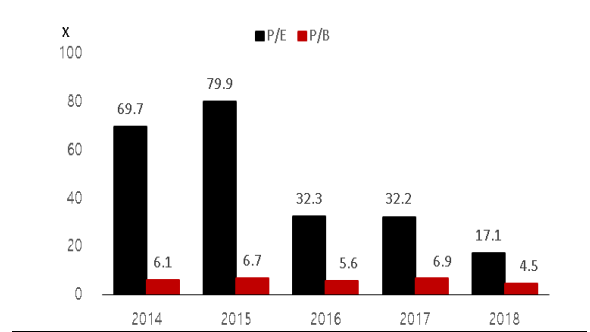
특히, F8 2019 에서 발표된 Oculus for Business 는 기업형 구독 모델로 제공되며 1) VR 수술 트레이닝 플랫폼인 Osso VR 의 훈련 효과가 입증되어 15,000 파트너들이 활용 중이고, 2)Walmart 현장에도 17,000 여 개의 오쿨러스 Go 가 배치된 상황이다.²⁰

Facebook 매출액, 영업이익 트렌드



자료 : Bloomberg, SK 증권

Facebook Valuation Trend



자료 : Bloomberg, SK 증권

¹⁷ 소프트웨어 개발, UI 개선, API 구축 등을 위해 개최하는 프로젝트 이벤트

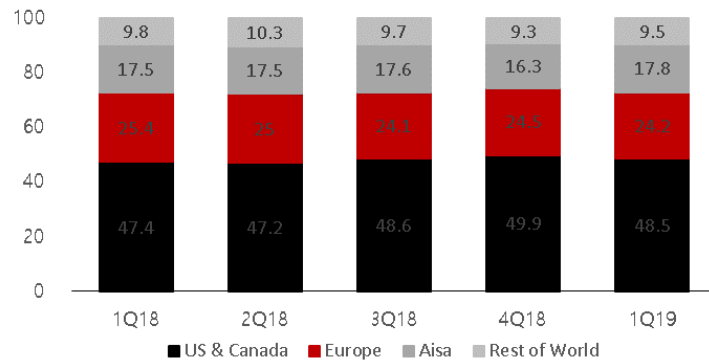
¹⁸ XR(eXtended Reality), VR(Virtual Reality), AR(Augmented Reality), MR(Mixed Reality)

¹⁹ Head Mounted Display

²⁰ 오쿨러스가 독보적인 상황은 아니며, Google 의 Daydream, HTC 의 Vive Business Edition, MS 의 홀로렌즈 기반 기술 등이 있다.

Facebook 권역별 매출비중 트렌드

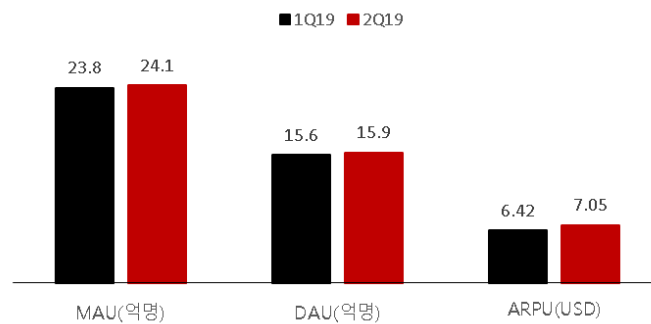
(단위 : %)



자료 : Facebook, SK 증권

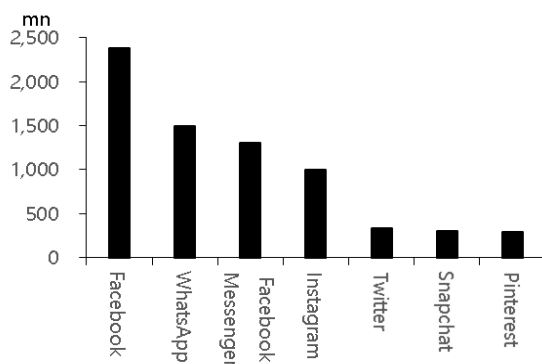
Facebook Active Users & Average Revenue Per User

(단위 : 억 명, USD)



자료 : Facebook, SK 증권

미 주요 소셜미디어 및 메신저 서비스 MAU



자료 : 각 사, SK 증권

Facebook의 자회사 Instagram / WhatsApp



자료 : 각 사, SK 증권

Facebook M&A History

인수일자	인수기업	비즈니스 개요	인수금액(USD mn)
'11/3	Snaptu	Mobile App 개발	70
'12/4	Instagram	Social Media(Image/Video)	1,000
'12/6	Face.com	안면인식 플랫폼	100
'13/2	Atlas Solutions	광고	100
'14/2	WhatsApp	모바일 메신저	19,000
'14/3	Oculus VR	VR 하드웨어	2,000
'14/8	LiveRail	Video Ad. Tech.	500
'18/7	Redkix	협업 소프트웨어	100

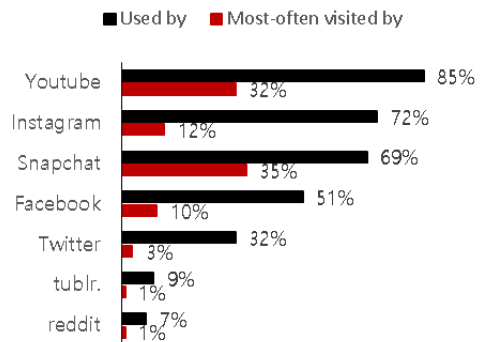
자료 : Facebook, 언론기사, SK 증권

Instagram co-founders: Systrom & Kreiger



자료 : SXSW, SK 증권

U.S. Teens 온라인 플랫폼 이용 비율



자료 : Pew Research Center, Statista, SK 증권

Facebook 10yrs. Roadmap



자료 : Facebook, F8 2017, SK 증권

Oculus Rift S



자료 : Oculus, SK 증권

Oculus Quest(독립형)



자료 : Oculus, SK 증권

Oculus Store



자료 : Oculus, SK 증권

Facebook Spaces



자료 : Facebook, SK 증권

Oculus Venues - sports



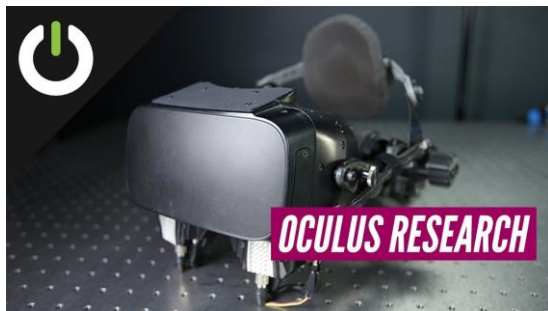
자료 : Oculus, SK 증권

Oculus Venues - concert



자료 : Oculus, SK 증권

Oculus Research



자료 : Oculus, SK 증권

Oculus for Business (Subscription Model)



자료 : Oculus, SK 증권

Oculus for Walmart





자료 : Oculus, SK 증권

Oculus with Osso VR



자료 : Oculus, SK 증권

Bitcoin vs. Libra

	
Bitcoin	Libra
Open system	Closed system and highly gatekept
Decentralized (not controlled by a single entity)	Centralized (the Libra Association) has a large amount of control when it comes to the digital asset and its usage
Isn't backed by any assets other than itself	The Libra Reserve - a reserve of real assets for the coin
Not tied to any government or fiat currency	The value of the coin is tied to national currencies and other assets
Permissionless—any miner can start mining at their discretion	Will run on a permission blockchain—miners need to seek approval before mining

자료 : We the cryptos, SK 증권

(3) Scene #2. Implication - 두번째 합의, Google 은 여전히 강자

Facebook 도 넘보지 못 하는 디지털 광고 부동의 1 위는 Google 이다. Google 은 이미 10 년 전에 230 억 달러에 달하는 미국 디지털 광고 시장을 독식했고 540 억 달러의 글로벌 디지털 광고 40%를 차지했다. 가장 원천적인 힘은 ‘포털 차별성’으로부터 비롯되었다. Google 의 Web crawler(Googlebot)는 조직적이며 자동화된 방법으로 Worldwide Web 을 탐색하여 데이터를 최신 상태로 유지한다. Web crawler 는 새로운 사이트를 찾고 기존 사이트의 변경사항을 갱신하여 복사본을 생성하여 보다 빠른 검색을 위해 이를 인덱싱한다. Web crawler 는 시드(seeds)라는 URL 리스트에서 모든 하이퍼링크를 인식하고 갱신하며 다시 방문한다. 이와 더불어 또 하나의 핵심적 강점은 사이트 소유자에게 결정권을 부여했다는 점이다. 이른 바 ‘검색되지 않을 권리’를 인정했다. 각 사이트 소유자는 Google 이 제공하는 Webmaster 를 이용하여 Google 이 이행하는 크롤링의 세부 사항까지 스스로 결정이 가능하다. 크롤링 요청 및 거부도 가능하며, 이 같은 권한은 더 나은 검색결과를 위해 모든 웹사이트에 동일한 수준으로 제공된다.

Google 의 Web crawler 가 방대한 정보를 확보한다면 Google 의 검색 알고리즘은 사용자의 효율적인 정보 취득을 위해 큰 틀에서 다섯 가지 방법을 활용한다. Google 랭

킹 시스템이 유용하면서도 관련성 높은 검색 결과를 신속하게 제공할 수 있도록 수 천 억 개의 웹페이지를 검색 색인에 정리해두고 사용자가 원하는 정보를 찾을 수 있도록 제시한다. 여기서 사용자 원하는 정보가 무엇인지 즉, 사용자에게 어떤 결과를 제공할지 결정하는 것이 다음 다섯 가지 요소다. 1) 단어 분석: Google은 색인에서 어떤 단어 그룹을 찾아봐야 하는지 해석하기 위한 언어 모델을 구축, 철자 오류를 해석하고 사용자의 의도를 파악한다.²¹ 2) 웹페이지 관련성: 검색어가 입력되면 Google 알고리즘이 색인에서 적절한 웹페이지를 찾아, 해당 키워드가 어떤 위치에 얼마나 자주 표시되는지 분석한다. 분석된 데이터는 머신러닝 시스템이 관련성을 더 잘 예측하도록 신호로 변환되어 활용된다.²² 3) 콘텐츠의 품질: 콘텐츠 최신성, 페이지 사용자 환경을 비롯한 수백여 개 요인 분석을 하고 권위 있는 웹사이트에서 해당 페이지로 연결되는 경우 가점을 부여한다. 4) 웹페이지의 활용도: 사이트가 올바르게 표시되는지, 모든 기기의 유형에 맞게 설계되었는지, 로드 시간은 적절한지를 평가하며 평가 기준은 사이트 소유자에게 미리 고지한다.²³ 5) 문맥 고려하기: 사용자의 국가와 위치, 최근 검색어를 고려해 검색 결과를 표출하며 사용자 스스로가 계정 활동에 기반한 맞춤 설정을 제어할 수가 있다.

매 초 수백 개의 새로운 웹페이지가 게시되고 Google은 매년 수 조 건의 검색을 처리한다. 매일 처리하는 검색어 중 15%는 기존에 한번도 사용된 적이 없는 검색어다. 작년 한 해 동안에만 Google 검색에 3,234 개의 개선 사항이 도입되었다. 이것이 바로 포털의 진입장벽이다. 이 같은 진입장벽을 쌓아 올린 Google만의 타임라인이 있다. 대표적인 것이 '12 년도에 선보인 Knowledge Graph다. 10 억 가지가 넘는 실제 인물, 장소 및 사물, 500 억 개 이상의 관계 DB로 구성되었다.²⁴ 또 다른 혁신 사례인 Google 스니펫²⁵은 사용자의 질문에 대해 알고리즘을 거쳐 웹사이트에서 프로그래매틱 방식으로 생성하여 사용자에게 인용 정보, 링크, URL을 표출한다. 그 외 특정 검색어가 떠오르지 않더라도 가장 관심있는 분야에서 영감을 얻을 수 있는 사용자 맞춤형 콘텐츠 피드도 있다.(Google 디스커버) 또한, 지금으로선 매우 당연해보이지만 Google에 의해 처음 개선된 검색어 처리가 굉장히 많다. 예를 들어 사용자가 주소검색을 하는 경우 Google은 해당 주소가 포함된 웹사이트 링크가 불필요하다는 점을 인지하고 click & drag로 탐색 가능한 지도를 표출한다.

검색결과로 표출되는 광고(Ad 혹은 Sponsored 라벨이 부착됨)는 사용자의 클릭으로 광고주가 Google에게 비용을 지불한다. 또한 Google은 사용자 데이터를 활용해 웹사

²¹ 검색어가 구체적인가, 광범위한가, 단순 검색 이상의 정보를 필요로 하는 단어가 포함되어 있는가, 당일 게재된 콘텐츠를 원한다는 것을 암시하는 인기 키워드를 검색하고 있는가?

²² 웹페이지가 키워드를 단순히 많이 포함하고 있는지가 아닌 키워드와 관련된 사진, 동영상과 같은 콘텐츠를 포함하고 있는지, 검색어와 같은 언어로 작성되어 있는지 파악한다.

²³ Google 알고리즘에서 사이트의 page speed를 고려할 것이라는 사실을 변경사항이 적용되기 6개월 전인 '18년 1월에 고지했다.(PageSpeed Insights, Webpagetest.org와 같은 가이드와 툴 제공)

²⁴ <https://googleblog.blogspot.com/2012/05/introducing-knowledge-graph-things-not.html>

²⁵ Snippet: 재사용 가능한 소스코드, 기계어, 텍스트의 부분

이트 경영을 도와 수익을 창출하기도 한다. Publisher 는 적절한 광고(사용자 관심사와 부합²⁶)를 표출하는 대신 상당 이익을 남기고 Google 이 광고 수익 일정 부분을 가져간다. 광고 거부감과 개인정보활용 불안감을 불식시키기 위한 활동 역시 병행된다. 사용자는 특정 표출 광고를 ‘turn off’할 수 있고 “Why This Ad”를 통해 광고 표출 이유를 알아볼 수도 있다. Google Ad Settings 에서 직접 사용자 관심 토픽을 설정하는 것도 가능하다. 이와 같은 사용자 중심 UX 제고를 기반으로 Google 은 최근에도 견조한 광고 수익을 창출하고 있다. Google 지주사 Alphabet 의 2 분기 매출액은 326.6 억 USD(+26% yoy), 그 중 광고 매출이 280.9 억 USD(+24% yoy)이고 신성장 세그먼트인 클라우드가 포함된 기타 매출이 44.3 억 USD(+37% yoy)이다.²⁷

How Does Google Search Work?



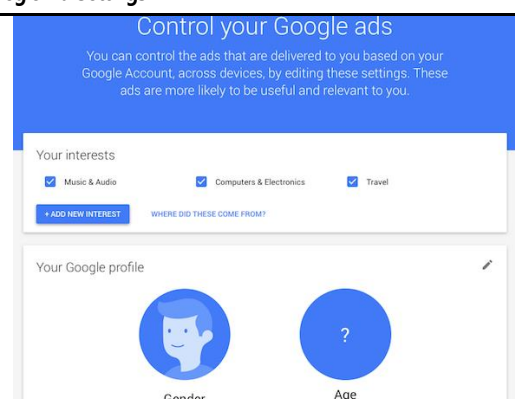
자료 : Google, SK 증권

Google Webmaster Tools



자료 : Google, SK 증권

Google Ad Settings

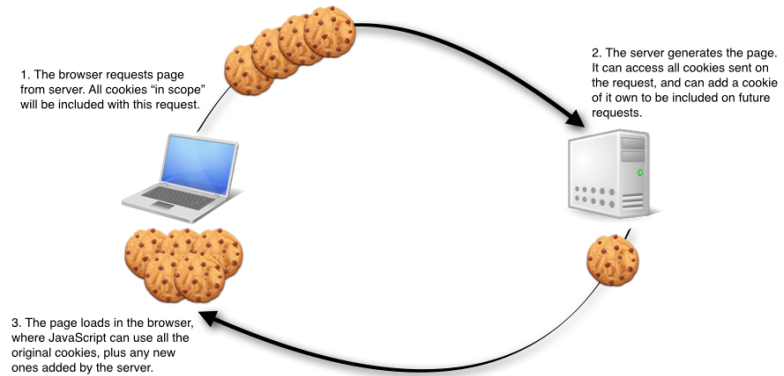


자료 : Google, SK 증권

²⁶ 사용자가 방문한 웹사이트 기록을 브라우저로부터 쿠키를 추출하는 방식으로 저장

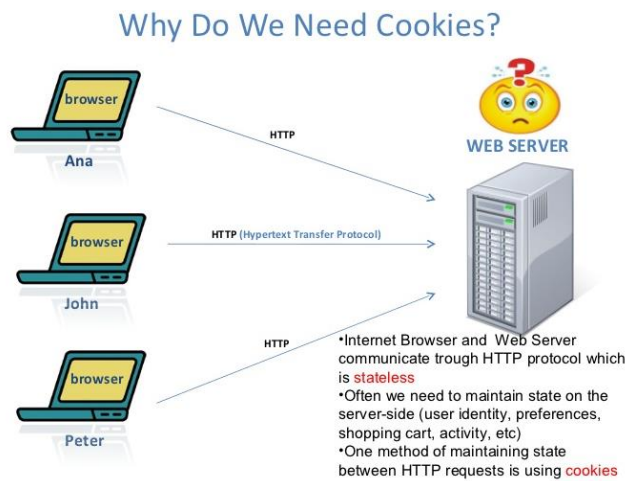
²⁷ 순익 32 억 USD 로 전년동기 9.3% 감소했는데 이는 EU 가 안드로이드 지배력 남용 사유로 부과한 과징금 50.7 억 USD 이 반영되었기 때문이다.

Cookie 작용의 기본적 매커니즘



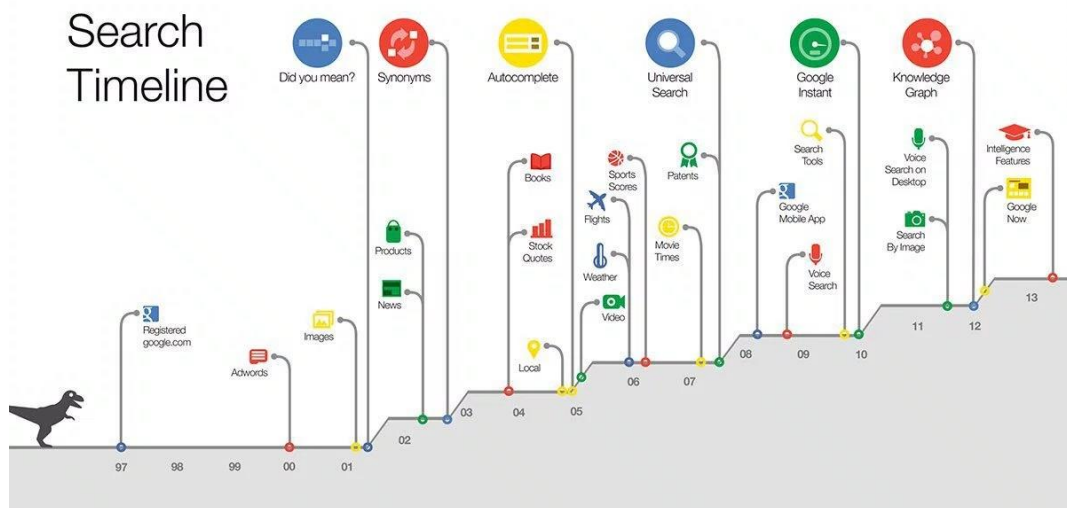
자료 : Analytics Demystified, SK 증권

Why do we need Cookies?



자료 : ap webco, SK 증권

Google Search Timeline



자료 : Google, A Medium Corp., SK 증권

(4) Scene #2. Implication - 세번째 함의, 신기술은 역시 Alphabet

Google 은 지난 '15 년 대대적인 지배구조 개편을 단행했고 그 이후 현재까지 시가총액이 2 배 가량 증가했다. 지주회사 Alphabert Inc.을 설립하고 자회사로 Google, Nest, X, Capital, Deepmind, Fiber 등을 둔 것이다. Google 본연의 가치와 자회사 모멘텀이 배가되어 '16 년 2 월 세계 시가총액 1 위(당시 5,680 억 USD)에 도달한 바 있고, 전년 순이익 기준 글로벌 4 위에 랭크되었다. 한편, '05 년 Paypal 직원들이 공동 창립한 Youtube는 '06 년 Google 에 인수되었다.(16.5 억 USD) 같은 해 11 월 Youtube 의 일 방문자 수는 2,500 만명을 넘어섰고 '07 년 국가별 현지화 서비스를 시작했다.²⁸ '09 년 4.7 억 달러 적자였던 Youtube 는 창립 5 년만인 '10 년 기점 흑자 전환되었다.

Youtube 의 영상 재생 기술은 Adobe Flash Player 와 H.264 영상 코덱을 기반으로 하고 HTML5 플레이어와 WebM 코덱을 지원하여 과거의 웹 브라우저 플러그인이나 코덱을 일일이 내려 받아 설치해야 했던 재생 기술과 비교해도 영상 품질 차이가 크지 않다는 점이 특징적이다.²⁹ 이전에도 AVI, MPG 를 업로드 재생하는 사이트가 있었지만 서버 측에 트래픽 부담이 과하고 사용자 PC 사양도 중요했기 때문에 업로드도 불편했다. Youtube 는 영상 업로드가 매우 쉬운 반면 재생되는 콘텐츠는 저화질부터 UHD, 인터랙티브 애니메이션의 360 도 영상까지 다양하다. Flash Player 를 사용하는

²⁸ 네덜란드, 브라질, 프랑스, 폴란드, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 스페인, 영국에서 선포개되었고 한국어 서비스는 '08 년부터 시작했다.

²⁹ 업로드된 영상은 플래시 동영상(FLV)으로 변환되어 서버도메인에 저장, 초당 25 프레임, 최대 데이터 레이트 초당 300kbit 으로 재생된다.4K 영상 업로드/스트리밍,8K 영상 업로드가 가능하다.

영상 플랫폼이 우후죽순으로 런칭되었으나 과도한 광고 삽입, 낮은 영상 퀄리티, 부족한 콘텐츠 등 영향으로 도태되었고 Youtube는 Google에 인수되어 적자 기간을 감내하면서 유저 확보에 성공했다. Youtube는 복잡한 라이선스 비용 문제를 피하기 위해 Google 차원에서 개발한 오픈 소스 포맷인 VP9 코덱을 적극 활용하여 큰 품질 차이 없이 대역폭을 절감하고 비용을 관리할 수 있었다. 또한 '14년 도입된 오디오 노멀라이즈는 사용자 중심의 Youtube 영상 품질 관리 대표적 사례다. 콘텐츠 Loudness가 0dB 이상인 경우 노멀라이즈를 적용, 플레이어의 기준 볼륨이 100%일 때 실제 출력 볼륨은 51%로 낮아져 콘텐츠마다 퀄리티 컨트롤이 된다. 예를 들어 Officialpsy 채널의 New Face M/V의 경우 원본 Loudness 5.9dB로 노멀라이즈가 적용되어 재생된다.

Youtube 음악 카테고리를 신설된 '11년은 중요한 분기점이다.³⁰ 이 시기 콘텐츠 확장을 도모함과 동시에 메인 페이지를 콘텐츠 채널 중심으로 변경, 내부적 알고리즘을 도입한 영상 표출 등 많은 변화를 주어 광고 중심의 수익화를 위한 기반을 마련했다. '15년 10월 최초의 유료 멤버십 모델인 Youtube Red(현 Youtube Premium)를 출시했다. 월 11.99달러³¹로 광고 제거, 동영상 다운로드, Youtube Original 감상, PIP(다른 작업과 동시 사용)가 가능하다. Youtube Music Premium도 출시되었는데 역시 광고가 제거되고 다운로드가 가능하며 Background 재생, 오프라인 스테이션, Google Play Music 구독 혜택이 포함된다. '17년 2월부터 실시간 스트리밍 Youtube TV가 시작되었다. Youtube Original 작품을 포함한 ABC, CBS, Fox, CW, NBC 등 미국 메이저 방송사들의 방송 시청이 가능하다.(미국 기준 월 50달러, 최대 6명 계정 접속 가능) 이외에도 Youtube Gaming, Youtube Creator Academy, Youtube for Artists 등을 운영 중이며 메시지 기능은 '19년 9월자로 종료되었다.

Youtube는 Google AdSense와 연동해 조회수로 수익을 내는 시스템을 제공한다.³² Google과 직접 계약하는 유저는 Google 4.5: User 5.5로 광고 수익이 배분된다. Youtube 광고 형식은 '15년을 전후로 크게 바뀌었는데 기존 '인비디오 오버레이', True view 인스트림(5초 후 스킵)', '표준 인스트림'³³ 등이 대체로 동일하게 유지되면서 '오버레이 광고', '디스플레이 광고', '범퍼 광고'³⁴, '스폰서 카드', '이중 광고' 등이 추가 배합되었다.

Youtube 조회수 기준 Top 10 중 9개 콘텐츠는 음악(M/V)이며 그 중 5개는 Vevo에서 공급한 것이다. 세계 3대 레이블인 Universal Music Group, Sony Music Entertainment, Warner Music Group에서 M/V를 제작, Vevo 채널을 통해 Youtube에 게시되고 이로 파생되는 이익은 Alphabet 측과 각 레이블이 일정 비율로 나눠 가져

³⁰ 현재 기준 전 세계 Youtube 조회수 Top 10 중 9개가 M/V 콘텐츠이다.

³¹ 미국 기준이며, 한국 월 7,900원, 일본, 1,180엔

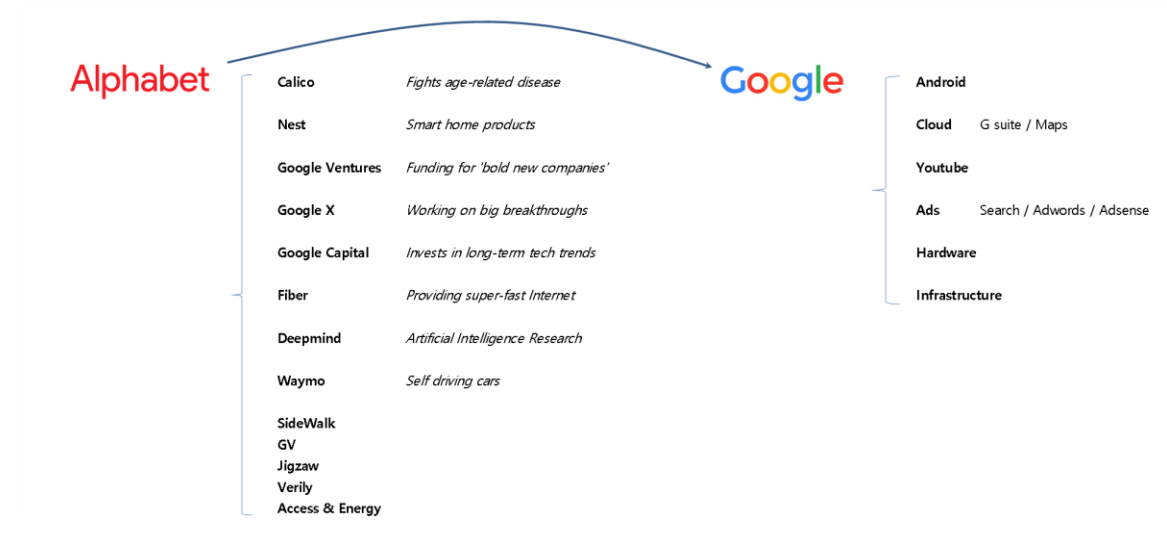
³² 지난 12개월 동안 채널 총 시청 시간이 4천 시간, 구독자 수가 1천명을 상회할 때 계정관리해 수익 창출 옵션이 생기고 Google AdSense에 가입해서 Youtube 계정과 연동 시 수익이 발생한다.

³³ 건너뛸 수 없는 15초 광고인데 현재에는 5초~30초 range에서 다양하다.

³⁴ 최대 7초를 넘길 수 없는 짧은 광고이며 영상 시청을 하기 위해서는 건너뛸 수 없다.

간다. 본 제휴 관계에 기반한 Google AdSense 의 광고, 특히 북미지역에서 표출되는 경우에는 일반 광고 대비 7~8 배의 수익을 거둔다. Vevo 는 독자적 App 을 배제하고 Google 과 Youtube 중점 미디어로 운영되며³⁵ Google 자회사 Doubleclick 의 Google Preferred 를 통해 직접광고판매권이 패키지 판매된다. Vevo LLC 는 세계 3 대 레이블 의 콘텐츠와 Youtube 영상플랫폼, Google Ad 를 견고한 밸류체인으로 엮어 독점적 이익을 창출하는 일종의 커널(kernel)³⁶과 같다.

Alphabet – Google 지배구조도



자료 : Alphabet, SK 증권

³⁵ 독점이 아닌 중점 즉, Youtube 외 Roku, Apple TV, sky Q 등에서 Vevo 콘텐츠 시청 가능하며 자체 광고 삽입도 병행

³⁶ 운영체제의 프로세스와 그 아래에서 수행하는 프로그램에 대해 자원 할당(resource allocation)을 수행하는 부분이며 ‘중핵’과 유사어

초기 Google 의 Beta version (*99 년)



자료 : Google, SK 증권

Google AdSense



자료 : Google, SK 증권

Youtube with Vevo



자료 : Youtube, SK 증권

DoubleClick by Google



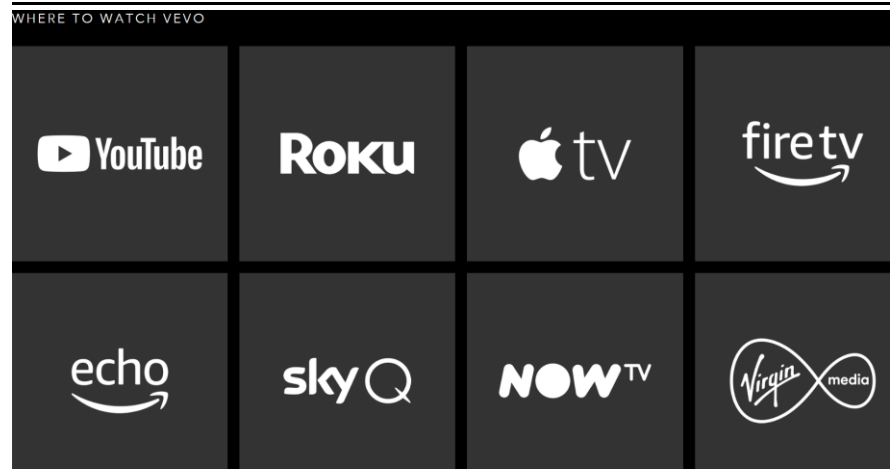
자료 : Google, SK 증권

전세계 Youtube 조회수 Top 10 영상

순위	영상명	채널	조회수(bn)	업로드 연도
1	Despacito	LuisFonsiVEVO	6.4	2017
2	Shape of You	Ed Sheeran	4.4	2017
3	See You Again	Wiz Khalifa	4.2	2015
4	Masha and The Bear 17	Get Movies	4.1	2012
5	Uptown Funk	MarkRonsonVEVO	3.6	2014
6	Baby Shark Dance	Pinkfong	3.6	2016
7	강남스타일	officialpsy	3.3	2012
8	Sorry	JustinBieberVEVO	3.2	2015
9	Sugar	Maroon5VEVO	3.0	2015
10	Roar	KatyPerryVEVO	2.9	2013

자료 : Watchin' Today, SK 증권

VEVO, Where to Watch



자료 : VEVO, SK 증권

Global Big 3 Record Labels



자료 : 각 사, SK 증권

VEVO's Unparalleled Scale

1.1 bn hours viewed / Month

26 bn views / Month

0.4 mn videos

924 mn Global viewers / Month

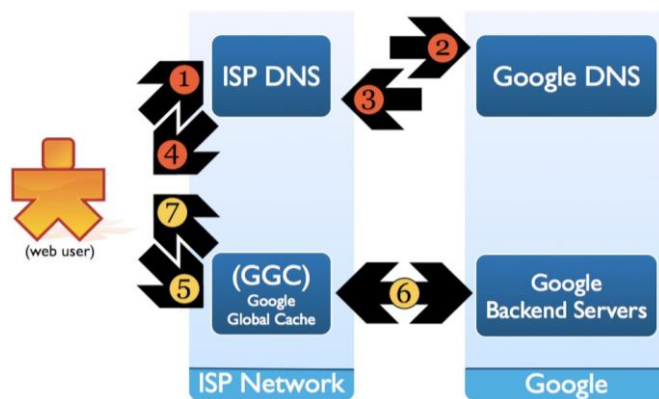
125 US viewers / Month

70 % A18-A49

48 % Light TV Viewers

자료 : VEVO, SK 증권

Google Global Cache(GGC)



자료 : Sigernet, SK 증권

3. 삼별초(三別抄) 연대기

(1) Scene #3. 삼별초 연대기, 한국기업의 독자생존 능력

Google 의 한국 진출은 2003 년 3 월에 이뤄졌다. 한국 검색 시장은 야후코리아가 강세였고 당시 검색기능이 약했던 다음(DAUM)과 제휴하여 '03 년~'09 년의 다음 웹문서 검색은 Google 로부터 제공받았다.³⁷ '06 년 구글코리아가 설립되고 '09 년 다음과의 제휴는 종료되었다. 2010 년대 모바일 확장기에 이르러 Google 은 네이트를 역전, '14 년 다음-카카오가 통합했음에도 '17 년~'19 년 구간에서 Google UV 테이터가 다음 UV 를 역전했고 '19 년 현재 1 위 NAVER 와의 격차를 축소 중이다. 스마트폰이 독주하는 시기에 Android 점유율은 '10 년을 기점으로 iOS 를 추월했고 현재 기준 Android M/S 74%에 달하는 한국에서 Google 의 입지는 자연히 강화된 것이다. 다만 Search Engine 의 Query 양적 변화는 공개되지 않으므로 서베이에 따른 트렌드를 확인하는 방식이 유효하다.

한국이 글로벌 시장 대비 검색엔진 시장 방어에 성공했던 것은 절대적 사업자였던 NAVER 가 외부 검색엔진의 크롤링을 거부했던 영향이 가장 컸다고 볼 수 있다. 그러나 이제부터 NAVER 와 카카오를 지킬 수 있는 요소는 첫째도 콘텐츠, 두번째도 콘텐츠다. 최근 양사의 사업 방향성을 보면 이 기초를 더욱 뚜렷하게 확인할 수가 있다.

앞서 언급한 바 Google 과 Facebook 을 차단한 중국 정부는 Youtube 접속도 '09 년 티베트 사태 당시 저작권 침해 방지를 이유로 차단했다. '10 년 4 월 중국 시장에서 철수하기 직전 Google 의 현지 점유율은 30% 내외로 나쁘지 않았으나 Baidu 성장 도모를 위한 중국 정부의 시장 개입을 목도한 이후 과감한 출구 전략을 단행했다. '14 년 6 월부터 Gmail 을 포함한 Google 서비스 접속이 불가했으며 현재 Android App 을 위한 Google Play 중국판은 제한적으로 운영 중이다. 물론, 이와 별개로 Google 비즈니스도 실패할 때가 있다. '11 년 모토로라를 인수하면서 주당 63%의 경영권 프리미엄을 얹어 125 억 달러를 지불했으나 '14 년 모토로라 스마트폰 제조부문을 레노버에 29 억 달러에 매각했다. '05 년 Google Video 는 '06 년 Youtube 인수 후 개발을 중지했고 '09 년 업로드 중단을 거쳐 '12 년 서비스 종료와 동시에 잔여 콘텐츠를 모두 Youtube 로 이관했다. CPND 생태계 변혁의 프로세스에서 흔히 나타날 수 있는 판단 오류이다. 결론적으로, 한국이 독자적 포털을 수성한 유일한 시장이라고 할 수 있다. 앞서 언급한 중국의 강제 차단 사례를 제외하고는 동구권 정보를 독점적으로 담고 있는 러시아의 Yandex 가 현지에서 2 위에 랭크인 되어 있다. 한편, 유럽은 이미 미국, 중국 등을 중심으로 한 소수의 OS, 포털, 메시징앱, 플랫폼 기업들이 전세계 인터넷 서비스를 장악하고 있는 것에 대한 심각성을 인지한 상태에서 대안을 찾고 있다. 이에 따라 한국과

³⁷ 다음은 Google 과 검색광고 외주 계약도 맺었다.

일본, 아세안은 물론 향후 유럽까지도 포털을 비롯한 플랫폼 기업들에게 장기적으로 훌륭한 시장이 될 수 있다. 이해진 GIO 조차도 현 상황을 예견했던 것은 아니다. 그는 NAVER 가 동남아, 일본 등지에 확장될 수 있을 것이라는 사실에 대해 생각조차 못 했다고 한다. 단순히, 영어가 아닌 특정 언어가 잘 검색될 수 없다면 잘 사용될 수도 없을 것이란 생각이 NAVER 를 탄생하게 했다고 한다.

Google 은 절대 지위의 영상플랫폼 Youtube 를 운영하고 Facebook 은 Instagram 을 통해 사진과 숏폼 시장을 선점했지만 양 자 모두 M&A 의 결과다. 수익이 나더라도 기존 모델로만 수익을 지키는 것은 플랫폼 비즈니스에서 생명력을 잃는 것과 같다. NAVER 는 지역 기반이 아직 넓지 않고 실적 규모도 상대적으로 작지만 In-house 에서 성공적 비즈니스를 창출한다는 사실이 매우 특별한 점이다. 일례로 NAVER 계열사 캠프모바일에서 '15 년 9 월 출시한 <SNOW>는 사진, 숏폼 메시징 앱이며 한국을 비롯해 중국, 대만, 태국 등지에서 정식 서비스 중이다. 심지어 <SNOW>는 Facebook 측으로부터 런칭 초기에 인수 제안을 받은 바 있다.

이처럼 현재의 NAVER 는 이해진 GIO 가 생각하는 방향성과 궤를 같이 하고 있다. GIO 의 경영 철학은 초기 NAVER 가 삼성 SDS 의 사내 벤처로 탄생했던 것과 같은 맥락에서 새로운 서비스를 하고자 하는 엔지니어 그룹을 지원해주고, 일정 단계에 이르면 자회사 혹은 독립 법인이 될 수 있도록 도모하며, 궁극적으로 NAVER 의 자회사가 모회사보다 더 큰 플랫폼 기업이 되는 것이 성공적 루트임을 제시한다. <SNOW>, <NAVER Webtoon> 등은 철저하게 bottom-up 방식으로 구성된 기업이며 이 같은 크리에이티브 플랫폼을 창조해낼 수 있는 엔지니어 그룹의 존재, 서비스에 대한 깊은 이해를 갖춘 의사결정 그룹의 존재, 또한 오랜 기간 프로젝트를 지원할 수 있는 모기업의 역량이 필수적이다.

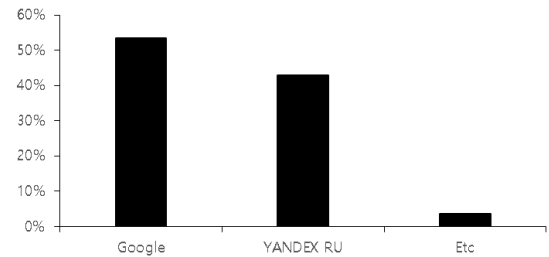
<LINE Corp.>이 가장 대표적인 성공 사례다. 일본에서 검색 서비스는 처절하게 실패했고 메신저는 큰 성공을 거두었다. <LINE>의 성공에까지 약 15 년이 소요되었고 그 중간에 일본 대지진을 겪어 직원 절반이 철수했었다. 남은 절반의 구성원이 결국 만들어낸 것이 일본/대만/아세안 1 위 메시징 앱 <LINE>이다. 이처럼 NAVER 사내 프로젝트 중에 5 년, 10 년, 15 년 안에 거대한 밸류를 창출할 수 있는 프로젝트가 매 순간 진행 중이다. 동아시아의 언어, 문화, 사회적 기반에 데이터 역량을 배가한 현 상황에서 NAVER 이상의 퍼포먼스를 기대할만한 플랫폼을 떠올리기가 쉽지 않다.

한국 OS M/S: All Device v. Mobile Device

OS M/S Korea		Mobile OS M/S Korea	
Windows	41.7%	Android	73.9%
Android	38.3%	iOS	26.1%
iOS	14.1%	Samsung	0.1%
OS X	3.4%	Windows	0.0%
Unknown	2.2%	Unknown	0.0%
Linux	0.3%	Tizen	0.0%

자료 : statcounter, SK 증권

Search Engine M/S Russia



자료 : statcounter, SK 증권

NAVER GIO, 국정감사 증인 출석(*17,*18)



자료 : 언론기사, SK 증권

NAVER 이해진 GIO 약력

1967년생	
1997-1999	삼성SDS 사내벤처 네이버 소사장
1999-2001	네이버컴 창업, 대표이사
2001-2003	NHN 공동대표
2004	NHN CSO(최고전략책임자), 이사회 의장
2013-2017	네이버 이사회 의장
2017-2018	네이버 등기이사
2013-현재	LINE(기존 NHN JAPAN) 회장
2017-현재	네이버 GIO(Global Investment Officer)

자료 : 언론기사, SK 증권

이해진 GIO 대답(*19)



자료 : 언론기사, SK 증권

NAVER Shareholders

주주명	지분율(%)
국민연금기금	10.5
BlackRock Fund Advisors	5.0
Harris Associates	5.0
이해진	3.7
NAVER(자사주)	11.8

* 외인보유율 59.4%

* GIO, LINE 1.91%(4,594,000주) 보유

자료 : DART, SK 증권

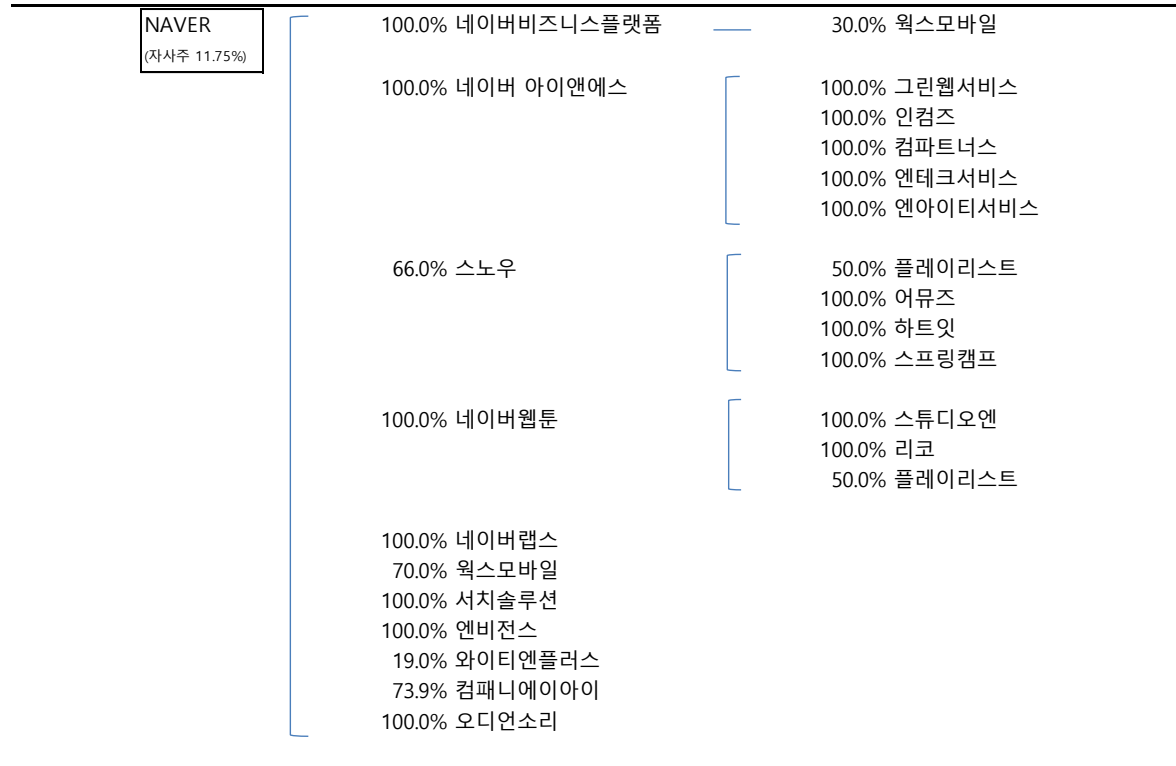
(2) Scene #3. Implication - 첫번째 함의, NAVER

NAVER 라는 플랫폼을 대표하는 키워드는 ‘Ambient Intelligence(AmI)’³⁸라고 할 수 있다. 20년 전 <필립스>사에서 고안된 개념인데 현대 플랫폼 비즈니스에서도 피할 수 없는 교본과도 같다. 요약하자면, AmI는 1)Embedded or Ubiquity: 주변 환경에서의 디바이스, 어플리케이션 내재성, 2)Context Aware: 인텔리전스가 인간의 상황을 인지하는 것, 3)Personalized: 사용자 맞춤, 4)Adaptive: 상황 변화에 따른 인텔리전스의 적응능력, 5)Anticipatory: 인텔리전스의 니즈 예견능력을 요한다. 현재 대세를 이룬 플랫폼 기업들은 위 5대 카테고리에 기반한 선도적 테크놀로지를 보유 중이며 이 기술력의 차이가 기업 역량의 차이로 이어진다. 핵심은 유비쿼터스에 효율화된 인터페이스를 제공하여 인간과 디바이스, 매체 간 상호작용을 원활히 하는 것이다. AmI의 공간은 특정되지 않고 가정, 노동, 공용, 병원 및 특수 시설까지 확대 적용 가능하기에 현재에도 제패되지 않은 영역에서 플랫폼 기업들의 경쟁이 지속되고 있다. Google의 자율주행, Facebook의 VR, UBER, Grab, 카카오톡의 위치정보 기술, Ocado의 풀필먼트, Naver/LINE Pay 등 현재진행형 사례는 다양하다. NAVER는 AmI를 기치로 하여 2018/19 UV가 큰 폭 증가하였다. 1H19 기준 월 평균 UV는 3,790만명으로 카카오 대비 +25만명, Google 대비 +58만명, Youtube 대비 +70만명 더 많다.

NAVER의 AmI는 크게 세 가지 세부 키워드로 분류할 수 있다. 첫째, ‘Innovating Technology’로 AI, 로봇틱스, 자율주행 기술에 대한 투자를 강화한다. NAVER가 미래 지향 비즈니스 비전을 구현하는 것은 원천적 기술 개발에 기반한다. 내부 R&D에 힘쓰고 외부 스타트업 투자를 적절하게 병행하는 것이 특징이다. 전년 5.6조원 매출액 중 25%인 1.4조원이 연구개발비로 집행되었으며 현재 15,148명의 직원 중 36%에 달하는 인원이 R&D 인력이다. 둘째, ‘Enhancing UX’로 사용자 경험을 제고시키는 광범위한 기술적 제공을 도모한다. 음성검색, 사진검색은 물론이고, 사용자 니즈와 기호에 부합되는 콘텐츠와 상품 권유, 음악 플레이리스트 자동생성, 쇼핑과 결제의 단순화 등 범주를 특정하기 어렵다. 이를 위해 적용되는 기술 브랜드는 AI Voice Search, Smart Lens, Smart Around(AiRSPACE), AiRS, Shopping Lens, AiTEMS, Papago 등 다양하다. 세번째, 현 시점에서 가장 중요한 NAVER AmI의 세부 키워드, ‘Contents Platform’이라고 할 수 있다. ‘18년에 스마트에디터, 네이버 TV의 영상 생산 톨과 검색 UI를 개선했고, ‘19년에는 NAVER 모든 서비스에서 영상의 생산, 편집, 업로드가 가능하도록 공통 인프라를 제공, 메인 페이지와 검색을 위해 최적화된 형태로 노출하는 등 콘텐츠 생산에서 소비에 이르기까지 플랫폼 효율성을 제고했다. 한편, NAVER Webtoon은 주요 진출 국가에서 MAU 1위를 달성, 국내 출시한 ‘시리즈’ 앱도 시장 반응이 우호적이다. 글로벌 라이브 영상 플랫폼인 V LIVE도 오리지널 콘텐츠 및 커뮤니티 활성화로 사용자 유입이 견실하게 성장 중이다.

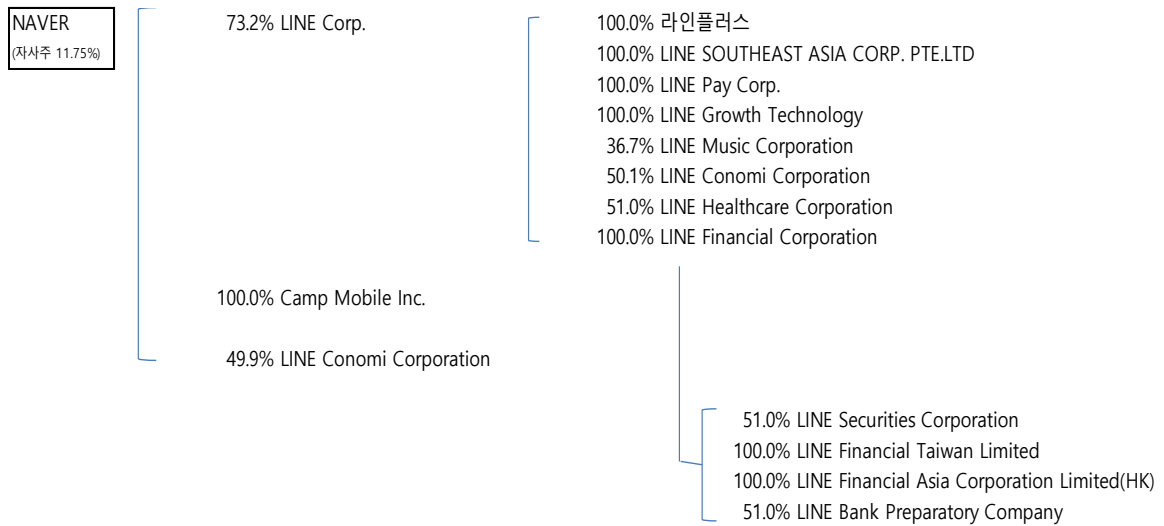
³⁸ 주변 환경이 사람을 인식하고 사람이 원하는 시간 및 장소에서 사람이 필요로 하는 서비스를 예측하여 맞춤형으로 제공하는 인텔리전스, ‘98년 Philips에서 고안됨

NAVER 지배구조도(국내)



자료 : NAVER, DART, SK 증권

NAVER 지배구조도(해외)



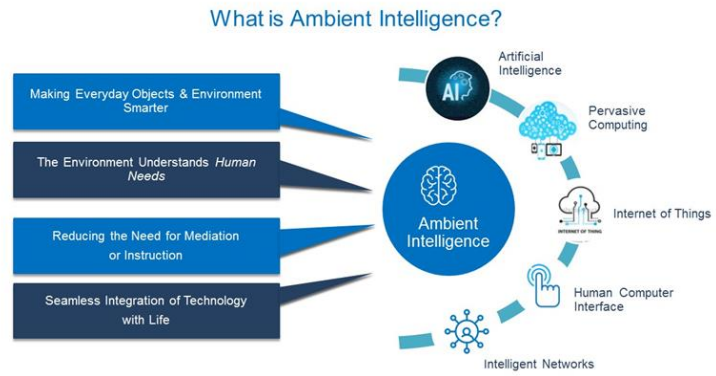
자료 : NAVER, DART, SK 증권

NAVER Milestone

1999	6월, '주니어네이버' 서비스 시작, 네이버컴(주) 설립, '네이버' 서비스 시작 12월, 게임포털 '한게임' 정식 서비스 시작
2000	7월, (주)한게임커뮤니케이션, (주)원큐, 서치솔루션(주) 인수 9월, 한게임 재팬 법인 설립
2001	9월, NHN(주)으로 사명 변경 cf. Next Human Network
2002	지식인 서비스 개시 10월, 코스닥 등록
2004	6월, '렌즈' 서비스 제휴 체결 11월, 게임 개발 스튜디오 NHN게임스(주) 설립
2005	7월, 미국법인 NHN USA 설립 8월, 인터넷 서비스 운영 전문 기업 NHN서비스(주) 설립
2006	6월, 검색 전문회사 (주)첫눈 인수 10월, 스토리지 솔루션 전문기업 데이타코러스(주) 인수
2007	김범수(한게임 창업자, NHN 대표) 은퇴 11월, 일본 검색사업 법인 네이버 재팬 설립
2008	11월, KOSPI 이전 상장
2009	1월, 마이크로블로그 서비스 '미투데이' 인수 2월, 여행 정보 서비스 '윙버스' 인수 5월, NHN(주) 기업분할, 'NHN 비즈니스 플랫폼' 출범
2010	4월, NHN 신사옥 그린팩토리 입주 4월, NHN재팬, Livedoor.com 인수 4월, NHN Investment 설립 7월, NHN, 윙버스 흡수 합병
2011	1월, 스마트 디바이스 게임 개발사 오렌지크루(주) 계열회사로 추가 1월, NHN 비즈니스플랫폼, 네이버에 자체 광고 전면 시행 4월, NTS(NHN Technology Services)(주), 계열사로 추가 6월, 메신저앱 'LINE' 출시 9월, NHN-KT 합작법인 칸커뮤니케이션즈(주) 계열회사로 추가
2012	NHN재팬, 네이버재팬, 라이브도어 3개 법인 NHN재팬으로 통합 NHN Singapore PTE.LTD 설립
2013	3월, LINE 글로벌 사업 전담 LINE+ 설립 3월, 모바일 사업 전담 자회사 '캠프모바일' 설립 4월, NHN재팬, '라인 주식회사'로 사명 변경 및 게임사업 분리 6월, 데이터센터 '각' 설립 8월, NHN(주), 네이버(주)로 사명 변경 및 게임 사업 분리 NHN엔터테인먼트 분사(네이버7 : NHN엔터테인먼트3 분할, 이준호 대표 체제) 12월, 캠프모바일, 대만 후스콜 서비스업체 고고록 인수
2014	7월, 네이버비즈니스플랫폼(주) 광고 및 플랫폼 사업 부문, 네이버(주)로 합병 9/30 최대주주 변경: 이해진 의장 > 국민연금공단
2015	6월, 네이버페이 출시
2016	7월, LINE 상장(뉴욕/도쿄) 8월, 스노우 주식회사 설립, 파파고 출시
2017	1월, 미래기술 별도 법인 네이버랩스(주) 설립 5월, 네이버웹툰(주), 별도법인 설립, AI플랫폼 '클로바' 출시 6월, AI 연구소 제록스리서치센터유럽(XRCE) 인수 6월, 스타트업 인큐베이터 스테이션F에 '스페이스 그린' 오픈 이해진 GIO, 시간외매매 통해 NAVER 주식 11만주 처분 8/14 이해진 의장, 공정위 김상조 위원장에게 '총수 없는 대기업' 지정 요청 9/3 공정위, 네이버 총수로 이해진 GIO 지정 국정감사 소환 당시 소신 발언, 야당 측의 네이버 뉴스편집권 관련한 공격성 질의
2018	2월, 스마트스토어 런칭, 캠프모바일 합병 2/28 이해진 GIO 네이버 주식 19.5만주 불락될 매도(지분율 4.31% > 3.72%) 3월 지음(이해진 지분 100%)에 700억원 추가 출자 10월 NAVER 액면분할(액면가 주당 500원 > 100원)
2019	1월, 라인증권준비회사에 2천억원 유상증자 11월, 네이버페이 분사(물적분할)하여 '네이버파이낸셜' 설립(예정)

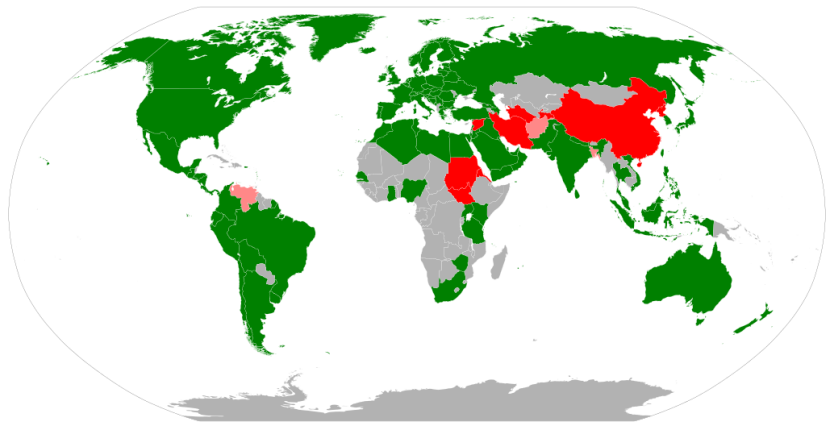
자료 : NAVER, 언론기사, SK 증권

Ambient Intelligence



자료 : Infosys, SK 증권

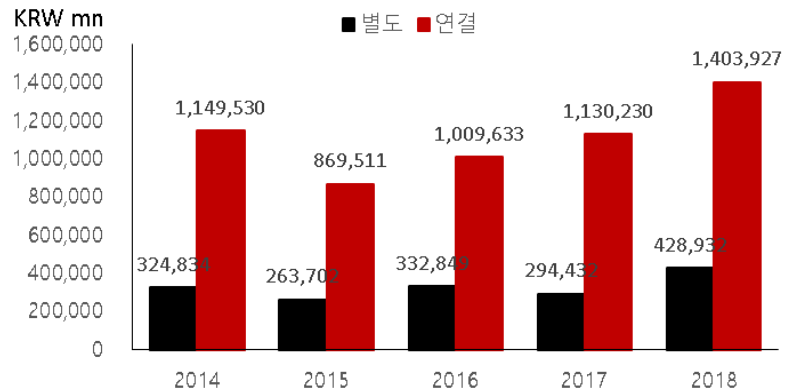
Availability of Youtube



자료 : Wikimedia, SK 증권

주: Green has local youtube version, Accessible in Grey, Currently blocked in Red, Previously blocked in Pink

NAVER R&D 투자금액(연결기준 매출액 대비 25%)



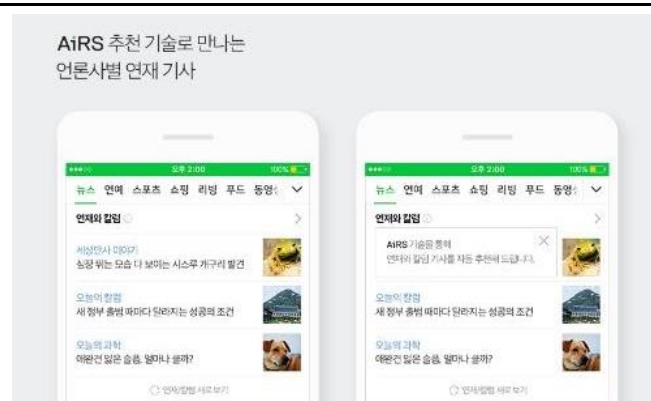
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 특허권 포함 지식재산권 총계

등록국가	특허	상표권	디자인	합계
한국	1,519	645	219	2,383
일본	457	62	6	525
미국	268	10	6	284
중국	36	69	1	106
기타	33	75	5	113
합계	2,313	861	237	3,411

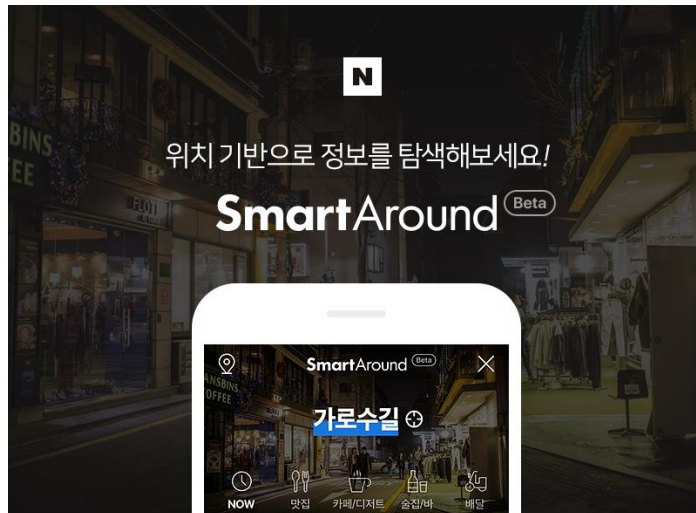
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER AiRS 기술 적용, 사용자별 기사 추천



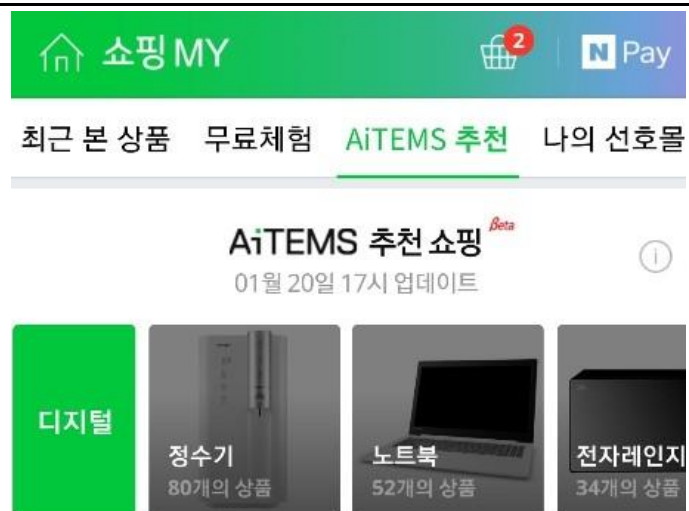
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER AiRSPACE 기술 적용, Smart Around



자료 : NAVER, SK 증권

NAVER AiTEMS 쇼핑 아이템 추천



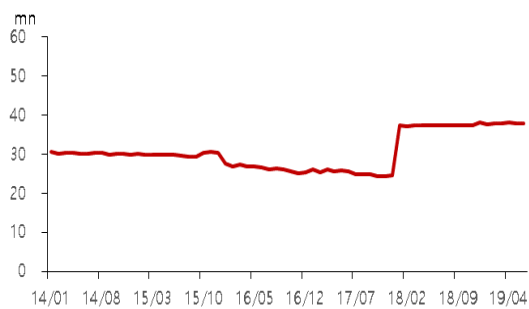
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER R&D 과제 및 적용 리스트 요약

연구과제	연구결과 및 적용	R&D 완료
모바일 앱 스마트에디터	모바일 앱에서 텍스트 편집 및 효과 적용, 도구 개발	2014
재노출 로직 연구	답변 적은 질문 구분, 재노출 시스템 개선	2015
카페 추천시스템	분산파일시스템 이용, 사용자 기반 카페 추천	2015
카페 활동 기반 콘텐츠 추천	활동 기반 콘텐츠 추천과 사용자 관계망 구축	2016
DA 쿼리브라우저	관계형, NoSQL 데이터베이스 쿼리 도구 (CUBRID/ORACLE/MySQL/MSSQL/nBase/Hive, etc)	2017
가격비교 자동생성 연구	가격비교 상품 자동 생성 위한 분석기술 연구	2017
카테고리별 상품분류 연구	클러스터링 기술 연구	2017
분산인코더	입고된 원본 인코딩 속도를 30~40배 이상 증속	2018
VOD 플랫폼 2.0	VOD 업로드, 인코딩, API 서버 효율화	2018
오디오 클라우드	오디오 업로더, 트랜스코더, 재생모듈 등 서비스 구축	2018
중복댓글 탐지 고도화	실시간 중복 댓글 감지 AI 모듈 고도화	2019
미디어 자동화	기사 클러스터링/시맨틱 태깅 활용, 서비스 자동화	2019
AI 동영상 추천	딥러닝 활용 사용자 취향 분석	진행중
Answering Engine 기술 연구	내용 이해 통해 답변 문장 자동으로 도출	진행중
Blockchain 플랫폼	네이버 비즈니스 적합한 플랫폼과 알고리즘 확보	진행중
Live Broadcaster	네이버, 유튜브 등 멀티 플랫폼 지원 라이브 도구	진행중
USER Context 연구	사용자 상황 이해, 검색 품질 개선 연구	진행중
V Live VR 플랫폼 개발	Oculus, Pico 플랫폼용 3 DOF 기반의 VR 앱 개발	진행중
DUET: AI기반의 ARS 기술	예약, 콜센터 등 도메인 AI ARS 기술 및 서비스 개발	진행중

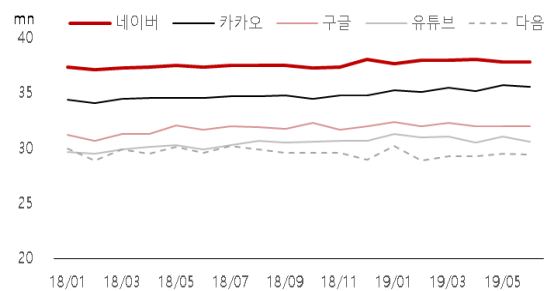
자료 : NAVER, DART, SK 증권

NAVER UV 반응: 1H19 월 평균 3,790 만



자료 : Korean Click, SK 증권

주요 플랫폼 UV Trend



자료 : Korean Click, SK 증권

NAVER SERVICE, Hawk's view

FEATURED SERVICE	네이버 라인	V LIVE
	네이버 클로바	네이버 웹툰
	파파고	스노우
	WHALE	밴드
	네이버 지도	오디오클립
		VIBE
FOR BUSINESS	네이버 IT 플랫폼	네이버페이
		네이버 스마트스토어
		네이버 스마트플레이스
		네이버 예약
		네이버 특목
		네이버 클라우드 플랫폼
		네이버 아이디로 로그인
		스마트홈페이지, 모두
		네이버 애널리틱스
		LINE WORKS
	네이버 비즈니스 플랫폼	네이버 쇼핑
		네이버 검색 마케팅
	네이버 광고 서비스	디스플레이 광고
		소량박스
	네이버 파트너스퀘어	파트너스퀘어 서울
		파트너스퀘어 부산
		파트너스퀘어 광주
		D-커머스 프로그램
FOR CREATORS	네이버 웹툰	네이버 오디오클립
	그라플리오	네이버 뷰스타
	네이버 포스트	유자선리그
	네이버 블로그	시리즈
	네이버 TV	
FOR DEVELOPERS	네이버 DEVELOPERS	네이버 D2 스타트업팩토리
		네이버 D2
		DEVIEW
		네이버 오픈소스
	네이버 API	클로바 플랫폼 API
		파파고 API
		네이버 지도 API
		네이버 아이디로 로그인

자료 : NAVER, SK 증권

(3) Scene #3. Implication - 두번째 합의, 카카오

카카오는 '95 년 설립된 (주)다음커뮤니케이션과 '06 년 설립된 (주)아이위랩('10 년 카카오로 사명 변경)이 '14 년 통합되면서 현재의 모습을 갖추었다. 여기에 '15 년 로엔올(김기사)을 인수하며 모빌리티에 특화되었고, 그 후 케이큐브벤처스를 계열사로 편입하고 '16 년 로엔엔터테인먼트를 인수하여 다양한 방면의 비즈니스를 영위하는 종합 플랫폼 기업으로 도약할 수 있었다. 카카오 역량의 원천은 역시 테크놀로지다. 전년 기준 카카오 R&D 비율은 16%로 연구개발비 1,827 억원을 지출했다. 현재 카카오가 보유중인 특허권은 448 개, 지재권 총계는 3,666 개다. 카카오의 AI 플랫폼 <Kakao i>는 시각엔진, 음성엔진, 음악엔진, 번역엔진, 대화엔진, 추천엔진으로 구성되는 카카오 보유 기술의 집약체이다. 본 기술의 적용으로 사용자에게 새로운 경험을 제공하는 것이 <Kakao I inside>이고 카카오키니, 모바일앱, 디바이스, 모빌리티 등으로 구현된다. <Kakao I Open Builder>는 누구에게나 제공되는 개발 플랫폼으로서 대화, 번역, 금융, 교통 등과 접목된다. 시각엔진은 인적정보를 검출하거나 상품의 위치, 종류를 찾는 데 용이하며 얼굴 인식, 꽃 검색, OCR 등 활용도가 높다. 음악엔진에는 음악 검색, 분석기술(방금그곡)이 있고 대화엔진을 통해 MRC(사용자 질의에 답을 찾는 검색기술), 맞춤법 검사, 형태소 분석 등이 가능하다. 추천엔진은 사용자 행동정보, 통계정보를 바탕으로 취향과 의도를 예측하며 필요한 콘텐츠와 정보를 제공한다.

전분기 기준 카카오 MAU 는 4,441 만명에 달한다. 국내 메시징 앱 97% M/S 이자 전체 인구 침투율 85%를 기록하고 있다. 동사의 MAU 는 최근 2 년 간 4%가 더 증가했고, 월 활성 이용자 지표 특성상 Youtube, NAVER 에 비해서도 2 배 가까이 높다.(양사는 각 2 천만명~2 천 5 백만명 범주) 총 사용시간 역시 최근월 기준 220 억분으로 Youtube 에 이어 2 위에 랭크되었으며 Youtube 가 영상 플랫폼임을 감안했을 때 사실상 최상위권의 트래픽 역량을 보유한 것이다.

카카오는 매출 45% 비중의 플랫폼(톡비즈/포털비즈/신사업)과 55% 비중의 콘텐츠(게임/뮤직/유료콘텐츠/IP 비즈니스 기타)로 구성된다. 2Q19 기준 플랫폼부문이 30.2% yoy 성장하여 3,268 억원, 콘텐츠부문이 +20.2% yoy 성장하여 4,062 억원을 기록하여 전체 매출액은 +24.5% yoy 성장했다. 플랫폼부문을 견인한 것은 높은 비중의 톡비즈 고성장(19% portion, 40%대 growth)이며, 신사업은 비록 7% 비중이지만 전년동기 대비 2 배 가까이 성장했다. 콘텐츠부문은 세그먼트별로 고른 매출비중을 차지하고 있으나 가장 고비중의 뮤직콘텐츠(19.7%)가 +10.8%의 성장을 기록했다는 점이 고무적이고, 카카오페이지/다음웹툰/픽코마로 구성된 유료 콘텐츠가 +60%대(yoy)의 고성장, 카카오아이엑스와 카카오키니 M 으로 구성된 IP 비즈니스가 +81.8% yoy 의 고성장을 기록했다는 점 역시 주목할 만 하다. 게임 콘텐츠의 -11.9% yoy 역성장이 가장 아쉬운 부분이다. 게임 콘텐츠 중 모바일은 -9% yoy 역성장, PC 는 -23% yoy 역성장했다. 티업과 지스윙의 카카오키니 VX(게임 콘텐츠 내 11% 비중)가 +52% yoy 고성장했지만 방어력

이 부족했다. 수익성 역시 점진적 제고 단계인데, 2Q19 기준 영업이익 405 억원, OPM 5.5%(+0.8%p yoy, +1.6% qoq)를 기록한 바, 이는 인프라 및 마케팅 비용 안정화로부터 기인한 것이다. 신규사업(모빌리티, 페이, 글로벌, AI, 블록체인)을 제외한 기존 사업 부문 영업이익은 875 억원에 달한다. 결론적으로, '18 년 연간 OPM 3%(영업익 729 억원) 낮은 베이스로부터 리바운드 초입단계에 진입한 상태다.

카카오의 플랫폼은 1)거대한 유저 베이스, 2)유저 취득 비용 최소화, 3)방대한 유저 데이터 접근과 분석력을 바탕으로 확산된다. 이를 기반으로 1)카카오커머스 내 선물하기는 작년 GMV 1.7 조원을 넘어섰다. 선물하기 기능 하나로 이커머스 5 위사인 티몬 거래액의 절반 수준에까지 이르렀다. 2)카카오페이는 2 천 8 백만 등록 유저를 확보했고 MAU 는 1 천 5 백만 이상, 전년 GMV 는 20 조원(올해 약 37 조원 전망)이다. 3)카카오뱅크는 9 백만 이상 계좌 수를 돌파했고, 4)멜론은 4 천만 라이브러리, 6 백만 UV, 513 만 유료 구독자를 보유 중이다. 5)카카오택시 MAU 는 1 천만을 기록했으며 하루 최대 290 만 건의 호출을 받고 있다. 6)콘텐츠 플랫폼인 카카오페이지와 픽코마는 카테고리 내 다운로드 1 위를 수성 중이다. 특히 카카오페이지는 2 천만 등록 유저를 확보, 550 만 MAU 가 유입 중이며 전년 2,300 억원의 transaction 에 이어 올해 26% 성장한 2,900 억원을 기대한다. 이에 따라 매출액 2,365 억원(+26.1% yoy), 영업이익 330 억원(+154% yoy)을 전망하는 바이다. 픽코마(Piccoma)는 370 만 MAU 를 기록 중이며, 올해 연 매출 900 억원을 전망한다.

카카오 플랫폼과 콘텐츠의 약진으로 글로벌 SI/FI 와 카카오 계열사의 전략적 제휴 관계는 지속 확대되고 있다. 카카오모빌리티-TPG³⁹, 카카오페이지-ANCHOR⁴⁰, 카카오페이-Ant Financial⁴¹, 카카오게임즈-넷마블/텐센트/블루홀⁴², 카카오뱅크-넷마블/텐센트/이베이⁴³ 등이 지분 참여를 통한 전략적 파트너십을 유지 중이다.

한편, 카카오의 전년 광고 매출액은 6 천 7 백억원 수준으로 디지털 광고 5.5 조원 중 약 12%를 점유한다. '16 년 5,340 억, '17 년 5,960 억원, '18 년 6,700 억원으로 최근 10% 초반 성장세를 유지 중이나 '19 년, '20 년은 특비즈 고성장으로 20% growth 에 안착할 수 있을 것으로 전망한다.

³⁹ 450 USD mn, 2017

⁴⁰ 106.5 USD mn, 2016

⁴¹ 200 USD mn, 2017

⁴² 140 USD bn, 2018

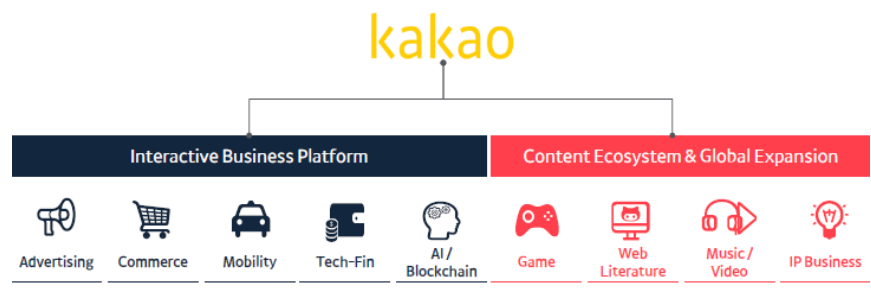
⁴³ 한국금융지주 50%, KB 은행 10%, 넷마블게임즈 4%, 이베이 4%, 텐센트 4%, 우정사업부 4% 등

카카오 AI 통합 인공지능 플랫폼



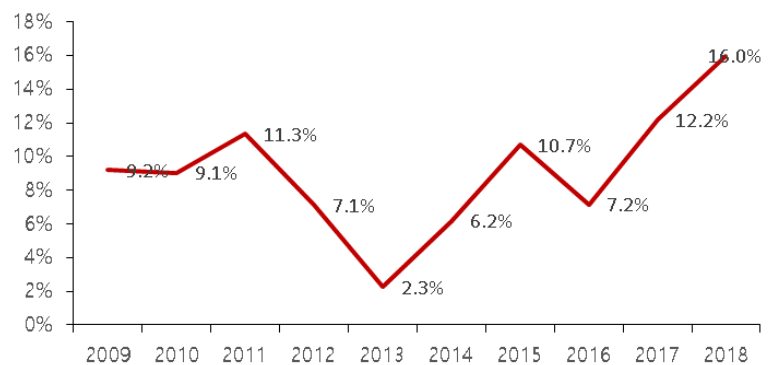
자료 : 카카오, SK 증권

카카오 Ecosystem



자료 : 카카오, SK 증권

카카오 매출액 대비 R&D 비용



자료 : 카카오, SK 증권

카카오 특허권 포함 지재권 보유현황

구분	특허권	상표권	디자인권	총계
국내	364	2,503	47	2,914
해외	84	663	5	752
합계	448	3,166	52	3,666

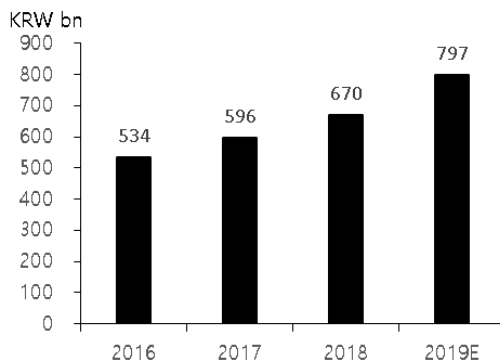
자료 : 카카오, SK 증권

카카오 지배구조도

모회사	지분율(%)	주요 자회사	모회사	지분율(%)	주요 자회사
카카오	96.8	카카오M	카카오M	100.0	레디엔터테인먼트
	60.4	카카오게임즈		67.5	문화인
	96.3	카카오메이커스		100.0	비에이치엔터테인먼트
	69.3	카카오모빌리티		99.4	슌엔터테인먼트
	93.9	카카오브레인		64.8	스타쉽엔터테인먼트
	100.0	카카오인베스트먼트		60.0	이엔티스토리엔터테인먼트
	63.6	카카오페이지		100.0	제이와이드컴퍼니
	100.0	카카오아이엑스		80.0	크래커엔터테인먼트
	100.0	카카오벤처스		100.0	플레이엔터테인먼트
	60.9	카카오페이		100.0	크리스피스튜디오
				67.2	메가몬스터
				81.0	사나이픽처스(예정)
				41.0	월광(예정)

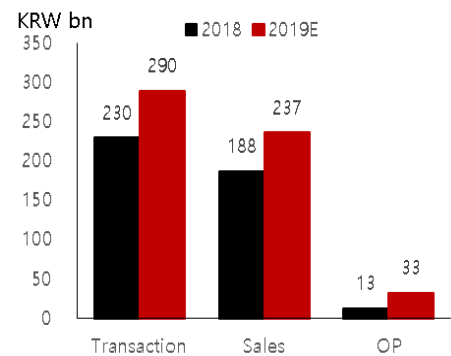
자료 : 카카오, DART, SK 증권

Kakao Total Ad Revenue



자료 : 카카오, SK 증권

카카오페이지 18/19E 연간 거래액, 실적 전망



자료 : 카카오, SK 증권

카카오 AI Engine

시각엔진

얼굴검출	이미지 내 모든 사람의 얼굴 위치를 찾고, 3D 각도, 나이, 성별 예측하는 기술
상품검출	이미지에 포함된 상품들의 위치와 종류를 검출하는 기술
스마트 썸네일	이미지를 분석하여 서비스 니즈에 맞는 썸네일 자동 생성 기술
멀티태그 생성	이미지에서 각종 정보를 추출하여 태그를 생성하는 기술
꽃 검색	꽃 이미지를 분석하여 품종을 알려주는 기술
OCR	사진이나 이미지에 포함된 문자영역과 문자를 인식하는 기술

음악엔진

음악검색	음악 소리 듣고 해당 곡 정보를 알려주는 기술
방금그곡	TV, 라디오 방송에 나오는 음원을 실시간 인식하는 기술

음성엔진

음성인식	음성을 분석하여 text로 변환하는 기술
음성합성	Text를 분석하여 음성으로 변환하는 기술
핵심어 검출	음성에서 특정 키워드를 추출 인식하는 기술
화자 인식	입력된 음성을 DB와 비교해 화자를 식별하는 기술

번역엔진

대화엔진

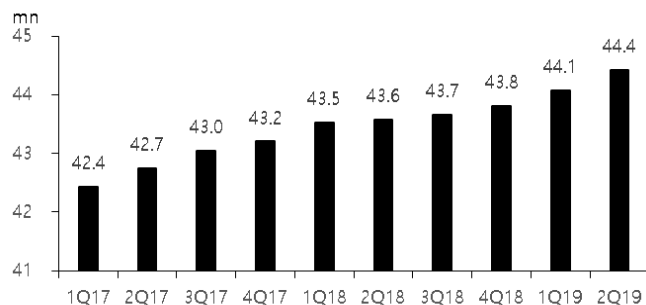
맞춤법 검사기	
형태소 분석기	
MRC	사용자 질의에 답을 찾아주는 검색기술
심슨	질문과 가장 유사한 의미의 정답을 찾아주는 기술

추천엔진

개인화 모델링	사용자 행동정보와 프로필, 통계정보를 바탕으로 취향,의도 예측하는 기술
콘텐츠 모델링	음악, 텍스트, 이미지, 동영상 기반 콘텐츠 분석 기술
맥락 모델링	적재적소 필요한 콘텐츠, 정보 제공 기술

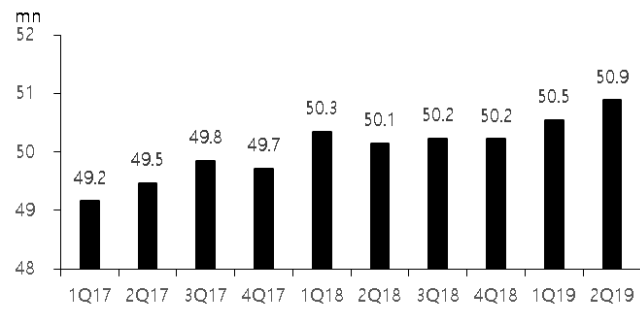
자료 : 카카오, SK 증권

KaKao MAU(Domestic)



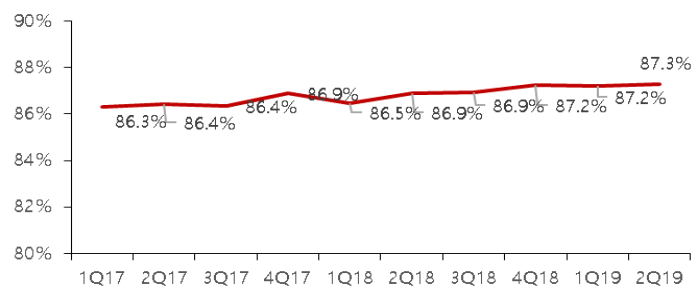
자료 : 카카오, SK 증권

KaKao MAU(Global include Korea)



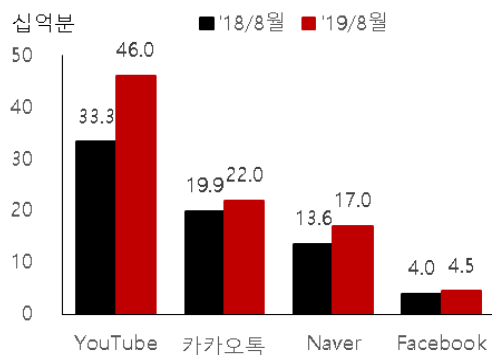
자료 : 카카오, SK 증권

KaKao 국내 MAU 의존율



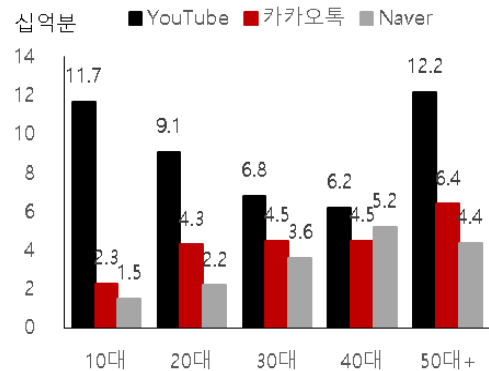
자료 : 카카오, SK 증권

플랫폼별 총 사용시간 비교



자료 : WiseApp, SK 증권

연령별 플랫폼 총 사용시간 비교



자료 : WiseApp, SK 증권

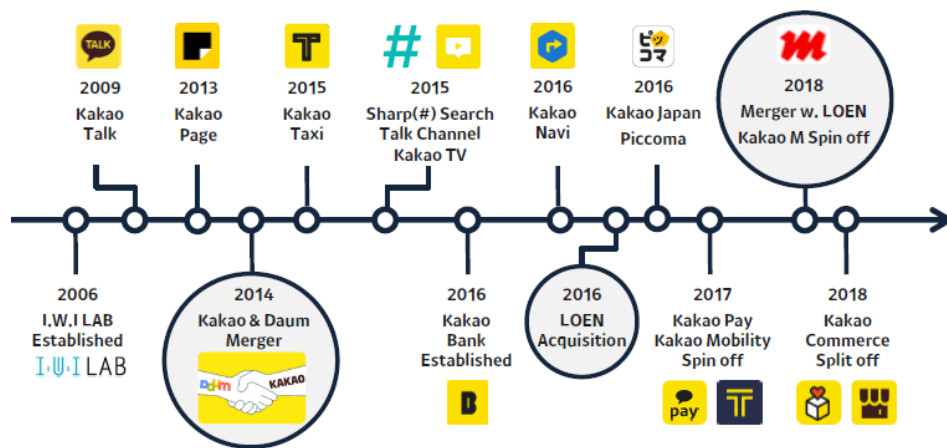
KaKao 매출구성

플랫폼 부문	톡비즈	카카오톡(폴친, 샵탭, 톡스토어)
		카카오톡 선물하기, 메이커스 카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘 신규톡BM(톡비즈보드, 챗봇 등)
포털비즈		Daum PC Daum Mobile 기타 자회사광고 카카오스토리/스타일/페이지
	신사업	모빌리티,페이 기타(기타 연결자회사)
콘텐츠 부문	게임	모바일, PC, 카카오VX
	뮤직	멜론, 카카오뮤직, 음원유통, 티켓
유료 콘텐츠		카카오페이지, 다음웹툰, 픽코마
	IP 비즈니스	카카오 IX, 카카오M(음원유통 제외)
기타		

자료 : 카카오, SK 증권

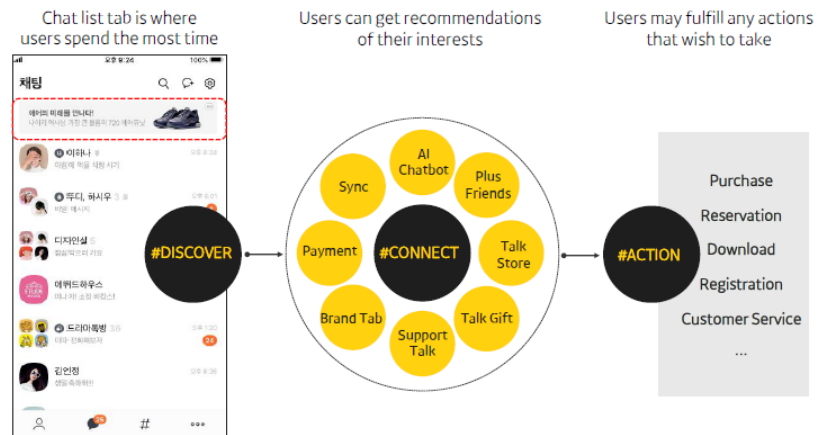
주: 2Q19 기점 플랫폼 신사업에서 연결 자회사 제외

Kakao History



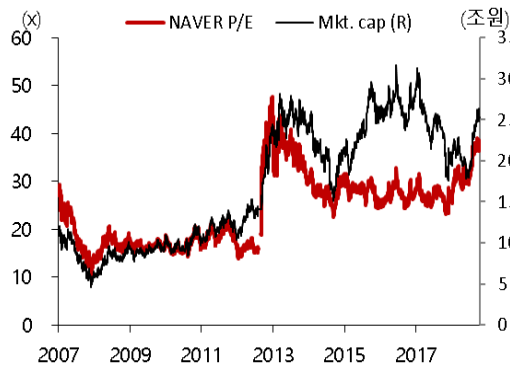
자료 : 카카오, SK 증권

Kakao Talk Bizboard(TalkBoard)



자료 : Kakao, SK 증권

NAVER Valuation Trend



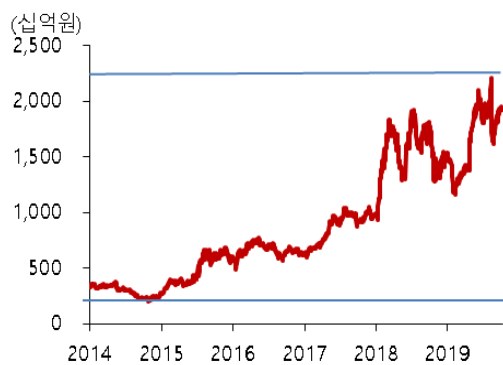
자료 : Quantwise, SK 증권

카카오 Valuation Trend



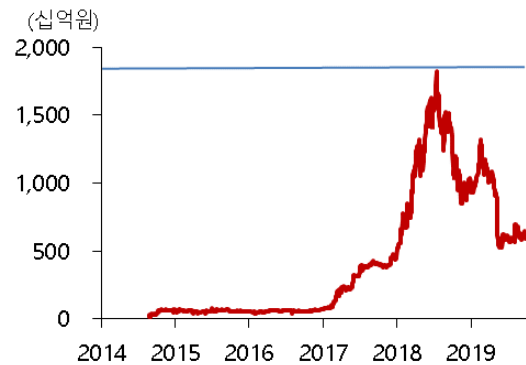
자료 : Quantwise, SK 증권

더존비즈온 Mkt. cap Trend



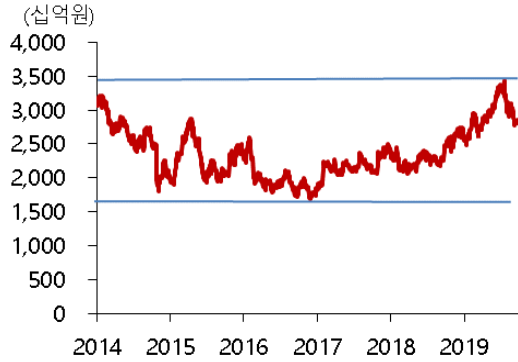
자료 : Quantwise, SK 증권

카페 24 Mkt. cap Trend



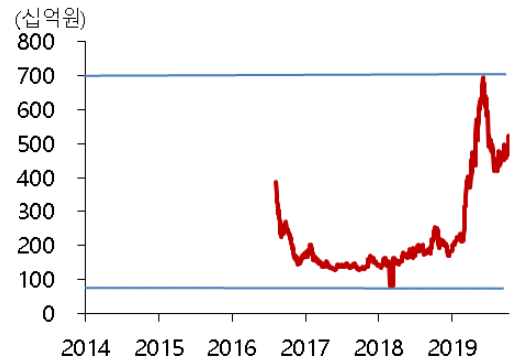
자료 : Quantwise, SK 증권

제일기획 Mkt. cap Trend



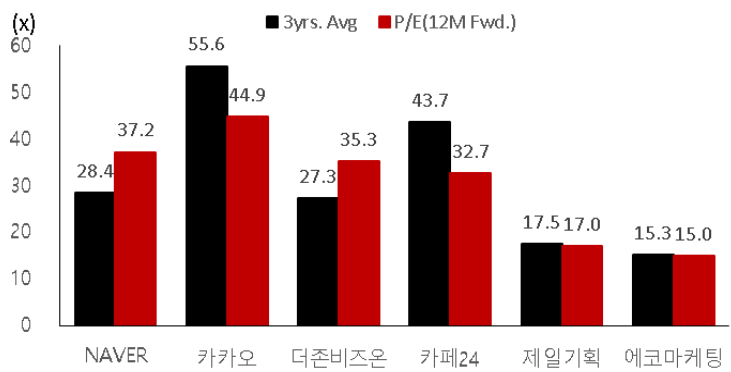
자료 : Quantwise, SK 증권

에코마케팅 Mkt. cap Trend



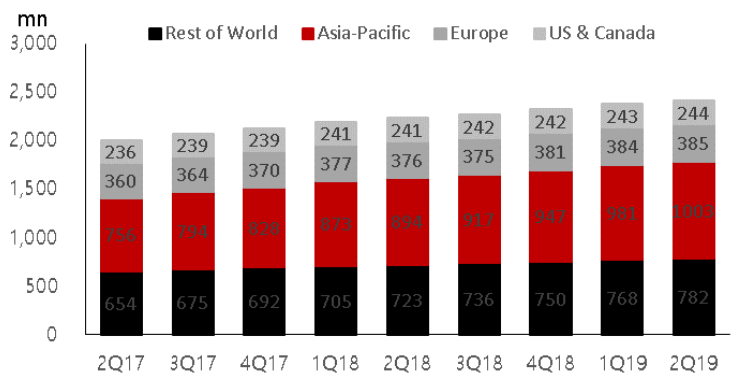
자료 : Quantwise, SK 증권

국내 주요 Communication Services 기업군 P/E Valuation



자료 : Quantwise, SK 증권

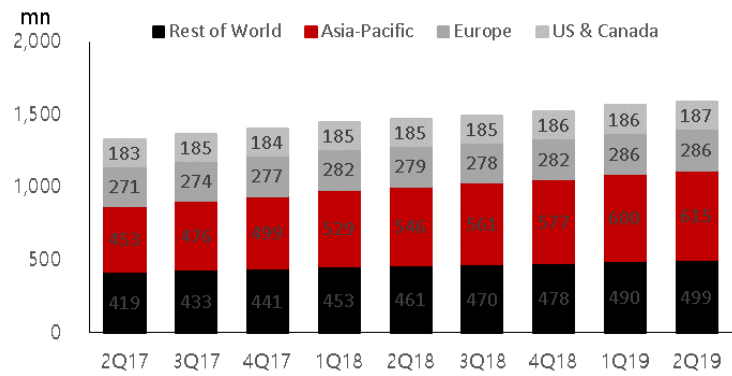
Facebook MAUs⁴⁴



자료 : Facebook, SK 증권

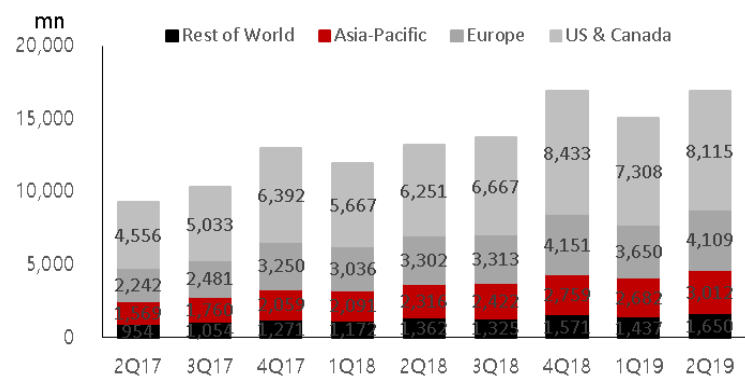
⁴⁴ 2Q19 MAU 2.4 억명(+8% yoy)

Facebook DAUs⁴⁵



자료 : Facebook, SK 증권

Facebook Revenue by Users Geography⁴⁶

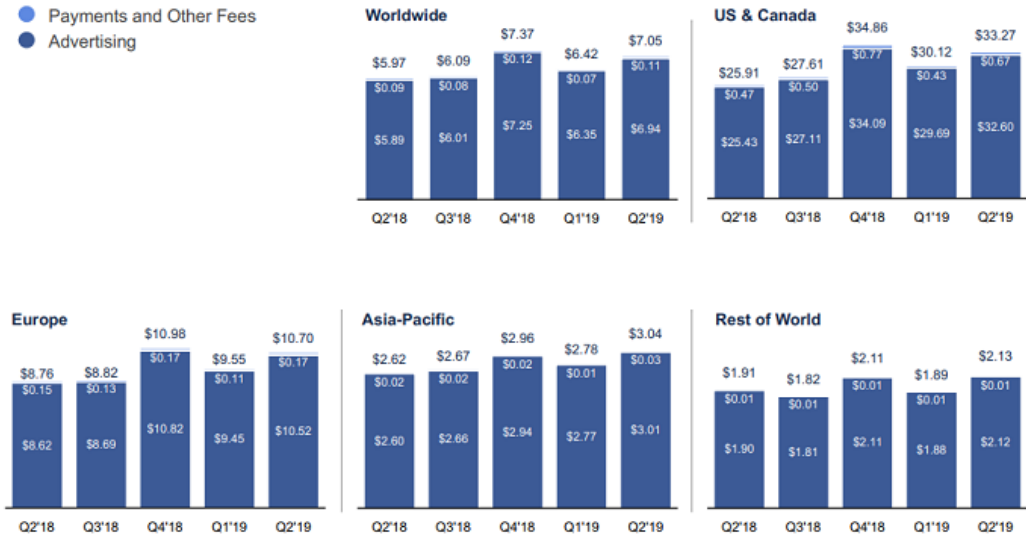


자료 : Facebook, SK 증권

⁴⁵ 2Q19 DAU 1.6 억명(+8% yoy), DAUs/MAUs 65.7%

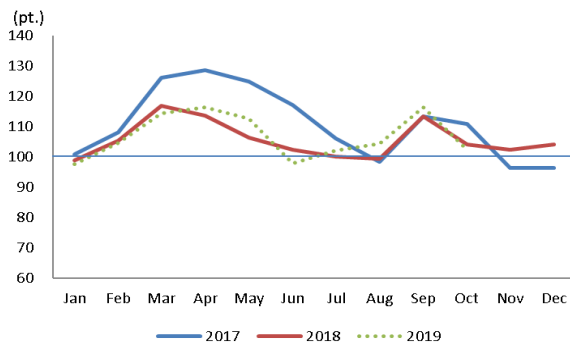
⁴⁶ 2Q19 168.9 억 USD(+27.6% yoy)

Facebook 권역별 ARPU 추이



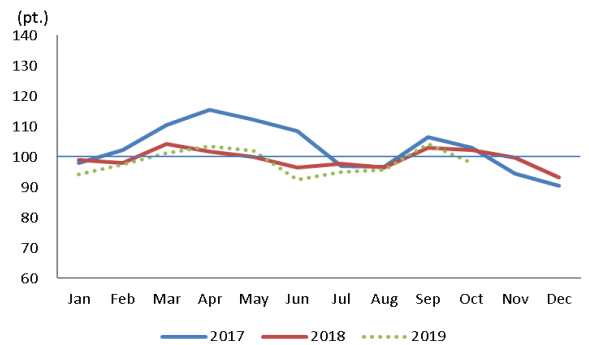
자료 : Facebook, ALLMEDIA NEWS, SK 증권

KAI (Korea Advertising Index): 전체 광고업 지수



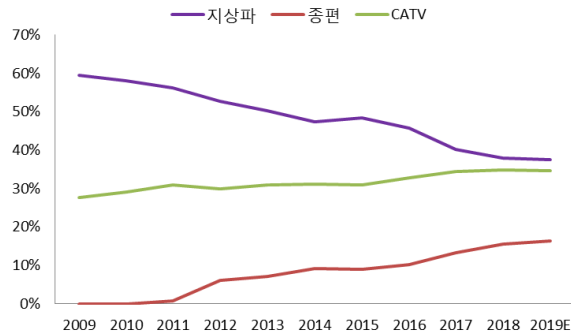
자료 KOBACO, SK 증권 리서치센터

KAI (Korea Advertising Index): CATV 광고업 지수



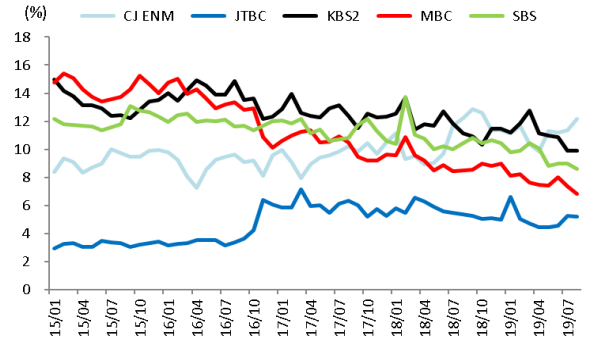
자료 KOBACO, SK 증권 리서치센터

10 개년 트렌드: 지상파 Down vs. CATV+중편 Up



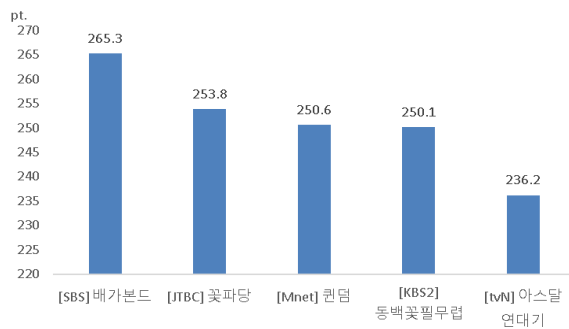
자료: Nielsen, SK 증권 리서치센터

CJ ENM 이 견인한 CATV 시청점유율



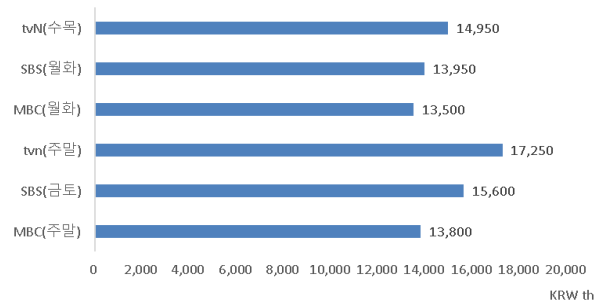
자료: Nielsen, SK 증권 리서치센터

CPI(Content Power Index) top5. CJ ENM 2 개작



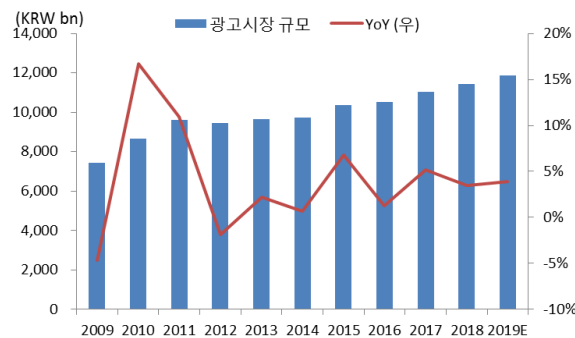
자료: Nielsen, CJ ENM, SK 증권 리서치센터

동시간대 단위당 광고비 비교



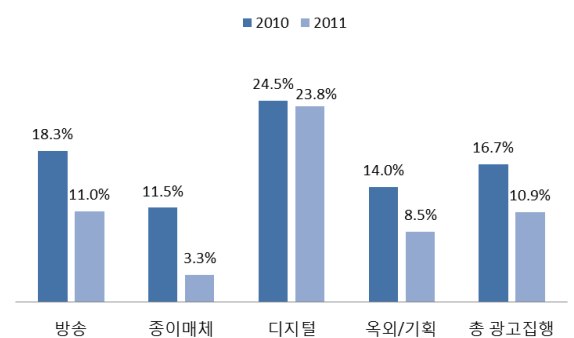
자료: KOBACO, MediaCreate, SK 증권 리서치센터

광고시장: 19E 11.9 조원, 10yrs. CAGR +4.8%



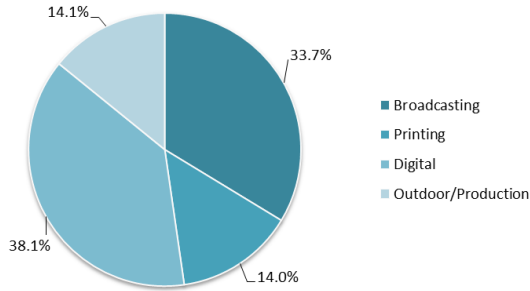
자료: KOBACO, KOA, CJ ENM, SK 증권 리서치센터

2010/11 광고시장 부문별 고른 성장세 시현



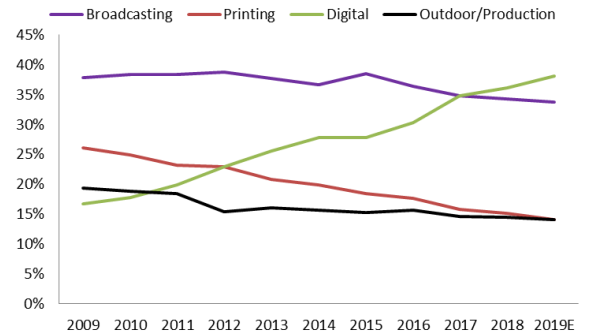
자료: KOBACO, KOA, CJ ENM, SK 증권 리서치센터

광고시장 양강구도: 디지털 + 방송 합산 72% 비중



자료: KOBACQ, KOA, CJ ENM, SK 증권 리서치센터

10 개년 트렌드: 디지털 대약진 vs. 종이매체 비중축소



자료: KOBACQ, KOA, CJ ENM, SK 증권 리서치센터

H2 Ventures-KPMG Fintech 100



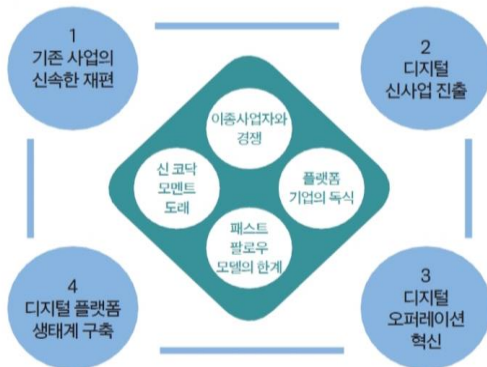
자료: H2 Ventures, SK 증권

Viva Republica (Toss) 2 년 연속 랭크인



자료: H2 Ventures, SK 증권

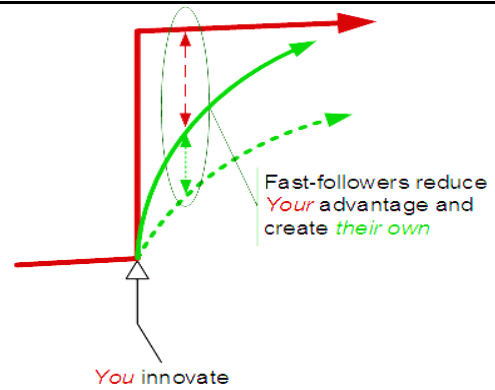
수퍼플루이드 시대 기업 생존 전략



자료: EYQ SK 증권 리서치센터

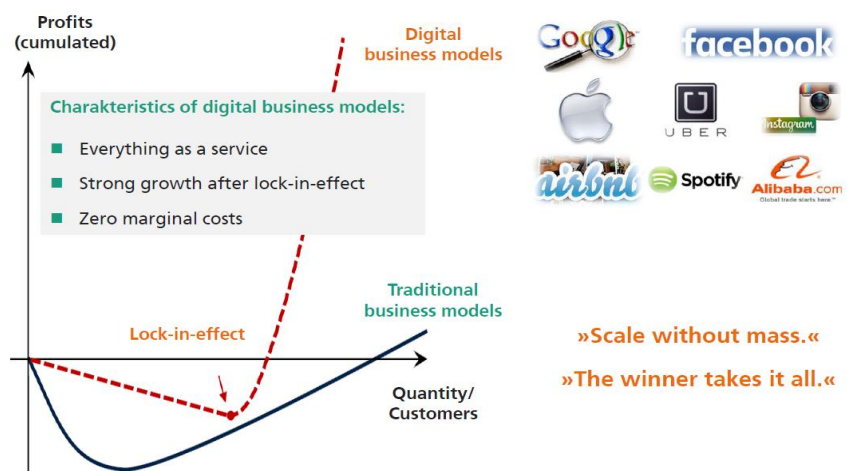
주: '수퍼플루이드(Superfluid)': 움직이는 동안 마찰이 전혀 없이 영원히 회전할 수 있는 초유체를 지칭하는 용어

First mover 와 Fast follower



자료: SK 증권 리서치센터

Lock-in effect



자료: Fraunhofer IAQ, IAT Universität Stuttgart, SK 증권 리서치센터

The Chronicle of Internet Technology(1970~1989)

1970~1989 Chronicle

1970	스티브 잡스, 스티브 워즈니악 만남 팔로알토에 제록스 파크 연구소 설립
1972	빌 게이츠, 트래프-오-데이터 창업
1973	빌게이츠, 스티브 발머 만남 게리 킬달, CP/M 개발 제록스 파크 연구소, GUI 구현된 컴퓨터 알토 개발
1975	빌 게이츠, 마이크로소프트 창업
1976	스티브 잡스, 워즈니악, 애플 컴퓨터 창업 애플 I 출시, 200여대 판매
1977	애플II 출시
1978	애플, 애플III와 리사 프로젝트 시작 마이크로소프트 일본법인 설립
1979	애플, 애플II+ 출시, 매킨토시 프로젝트 팀 조직 최초의 킬러 소프트웨어, 비지캘크 출시 세르게이 브린(구글 공동창업자, 러시아 태생), 미국 이민
1980	IBM, PC사업 시작 애플, 기업공개(포드 이후 최대 흥행) 스티브 발머, 마이크로소프트 합류 애플, 애플III 발표
1981	IBM, 첫번째 PC 발표 스티브 잡스, 매킨토시 팀 합류 마이크로소프트, 86-DOS 권리 구매, MS-DOS 개발
1983	애플, 리사 컴퓨터 출시 Pepsi Co.의 존 스컬리, 애플 CEO 취임
1984	애플, 애플III 생산 중지, 매킨토시 컴퓨터 출시 IBM PC AT기종 출시 마이크로소프트, MS-DOS 3.0 출시 HP, 잉크젯 프린터 상용화 마이크로 델 컴퓨터 창업
1985	스티브 잡스, 애플 퇴사 마이크로소프트, 윈도우 1.0 출시 애플, 어도비 포스트스크립트 기술 이전받아 레이저라이터 출시 (전자출판시대 개막)
1986	존스컬리, 전자출판과 그래픽 분야로 애플 흑자전환 어도비, 매킨토시용 일러스트레이터 발표 스티브 잡스, 존 래시터와 픽사 창업
1987	마이크로소프트, 윈도우 2.0 출시
1988	애플, 마이크로소프트 상대로 윈도우에 대한 특허침해 소송 제기
1989	워드퍼펙트 5.1 발표 마이크로소프트 오피스 탄생 팀 버너스-리, 웹 구현

자료: High concept & High touch, 거의모든 IT 의역사, SK 증권 리서치센터

The Chronicle of Internet Technology(1990~1999)

1990~1999 Chronicle

1990	마이크로소프트, 윈도우 3.0 발표
1991	애플, 파워북 발표 리눅스 토발즈, 리눅스 커널 개발
1992	마이크로소프트, 윈도우 3.1 발표 존 스컬리, 애플 CEO 사임
1994	마크 앤드리센, 넷스케이프 커뮤니케이션스 창업
1995	닷컴 버블 시작 넷스케이프, 기업공개 마이크로소프트 윈도우95 발표 윈도95플러스팩에 익스플로러 탑재 제리 양과 데이빗 파일로, 야후 창업 세과이어 캐피탈, 야후에 투자결정 제프 베조스, 아마존 창업 피에르 오미디아르, 이베이 창업 썬 마이크로시스템스, 자바 프로그래밍 언어와 개발도구 공개 래리 페이지, 세르게이 브린 만남 인터파크, 데이콤 소사장제 출범(11월)
1996	야후, 나스닥 상장 IBM, 로터스 도미노 웹 서버 발표 구글, 스탠퍼드에서 백럽(BackRub)서비스 시작 애플, 스티브 잡스의 넥스트 인수 인터파크, 국내 최초 인터넷 쇼핑몰 출범(6월) 롯데닷컴, 국내 최초 인터넷 쇼핑몰 출범(6월)
1997	마이크로소프트 IE 4.0 발표 아마존, 나스닥 상장 애플, 스티브 잡스 CEO 선임 마이크로소프트, 핫메일 인수 리드 해스팅스, 마크 팬돌프, 넷플릭스 설립
1998	애플, 아이맥 발표 스티브 잡스 - 빌 게이츠 회담 후 협력 약속 마이크로소프트, 윈도우98 발표, 익스플로러의 브라우저 시장 잠식 넷스케이프, AOL에 매각 이베이, 나스닥 상장 구글, 앤디 백톨샤임(썬마이크로시스템 창업자)의 자금으로 창업
1999	KPCB, 세과이어 캐피탈, 구글에 동시 투자 마이크로소프트, MSN 메신저 서비스 시작 에반 윌리엄스, 블로거닷컴 서비스 시작 G마켓, 인터파크 자회사로 설립 G마켓 설립(인터파크 자회사) 인터파크, 코스닥 상장(7/1)

자료: High concept & High touch, 거의모든 IT 의역사, SK 증권 리서치센터

The Chronicle of Internet Technology(2000~2009)

2000~2009 Chronicle

- 2000** 닷컴버블 붕괴, 7개월 간 나스닥 78% 하락
야후, 구글을 공식 검색엔진으로 사용
구글 전세계 검색건수의 40% 점유
애플, 맥OS X 발표
MS, 윈도우2000 출시
- 2001** 애플 '디지털 허브' 전략 발표
MS, CES에서 '디지털 라이프스타일' 전략 발표
구글, 에릭 슈미트 CEO 선임
애플, 아이팟과 애플스토어 발표
MS, 윈도우 XP 발표
이베이, 옥션 인수
- 2002** 구글, 검색광고 애드워즈 발표
구글박스 프로젝트 시작
- 2003** 야후, 구글과 검색엔진 계약파기
애플, 아이튠즈 뮤직스토어 오픈
마이스페이스 서비스 시작
구글, 피라랩스 합병으로 블로거닷컴 서비스 시작
- 2004** 구글, 나스닥 상장
마크 주커버그, 페이스북 창업
에반 윌리엄스, 오데오 창업(트위터 전신)
이마트 온라인 쇼핑몰 오픈
- 2005** 미 출판인협회, 구글박스 저작권 소송 제기
구글, 구글 지도와 구글 어스 서비스 시작
뉴스코퍼레이션, 마이스페이스 인수
스티브 첸, 채드 헐리와 자워드 카림, 유튜브 창업
구글, 안드로이드 인수
- 2006** 구글, 유튜브 인수합병
트위터, 첫 서비스 시작
- 2007** 애플, 아이폰 발표
구글, 더블클릭 인수로 온라인 광고 지위 강화
구글, 안드로이드 프로젝트 공식 발표
MS, 페이스북에 투자
아마존, 킨들 발표
그루폰 설립(소셜커머스 최초, 글로벌 최대)
- 2008** 11번가 런칭
- 2009** 이베이, G마켓 인수
우버 창립(설립자: 개릿 캠프, 트래비스 캘러닉)

자료: High concept & High touch, 거의모든 IT 의역사, SK 증권 리서치센터

The Chronicle of Internet Technology(2010~2019)

2010~2019 Chronicle

- 2010** 애플, 아이패드 출시, 아이폰4 발표
 케빈 시스트롬, 마이크 크리거, 인스타그램 런칭
 우버 서비스 공식 출시 with 모바일앱(샌프란시스코)
 티켓몬스터 설립(5/10)
 쿠팡 설립(김범석 대표, 8/10)
 위메프 설립(허민 대표, 10/8)
- 2011** 스티브 잡스 사망
 이베이코리아 출범
 그루폰, 한국 진출(3월)
- 2012** 페이스북, 나스닥 상장
 페이스북, 인스타그램 인수(10억USD)
 아마존, 키바 시스템즈 인수(7.8억USD)
 AWS(Amazon Web Services) 한국 시행
 Grab 전신 'MyTeksi' 설립(Anthony Tan)
- 2013** 아마존, 미 온라인 쇼핑물 1위 등극
 아마존 프라임에어 발표(12/1)
 그루폰, 티몬 인수
- 2014** Grab 서비스 개시
 아마존, 트위치 인수
 쿠팡, 피투자(세과이어캐피탈 블랙록)
 그루폰코리아 철수
 우버, 한국 진출(10/23)
- 2015** Alphabet 지주회사 설립
 쿠팡, 피투자(소프트뱅크)
 서울시, 우버택시 금지(1/2)
- 2016** 넷플릭스, 한국 진출(1/7)
 아마존, 수송기 도입 위해 아틀라스에어와 임대계약
 Amazon Go, 데이1빌딩에 오픈(12/5)
 한국 이커머스, 모바일채널의 인터넷채널 역전
 SK플래닛, 11번가 흡수합병
- 2017** 아마존, 홀푸드마켓 인수
 아마존, 호주 진출 및 서비스 시작
 유튜브TV 시작
- 2018** 한국, 전체 유통 중 이커머스 비중 20% 상회
 아마존, 시가총액 1조달러 도달(9/5)
 아마존, 인도 슈퍼마켓 체인 '모아' 지분인수
 월마트, 인도 전자상거래기업 '플립카트' 지분인수
 AT&T, 타임워너 인수(오리지널 콘텐츠 구축)
 Facebook 정보유출 스캔들 발발
 이마트, 미 식품 소매업체 '굿푸드' 인수
 쿠팡, 피투자(SVF, 20억USD)
 SK플래닛, 11번가 사업부문 분할, ㈜11번가 출범
- 2019** Walt Disney, Disney+ 연내 출시 예고
 우버, 슬랙 IPO 후 기업가치 하락, 위워크 파문 발발

자료: High concept & High touch, 거의모든 IT 의역사, SK 증권 리서치센터

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
조용선

yongsuncho@sksec.co.kr
02-3773-8826

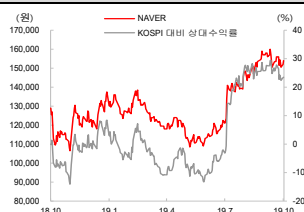
Company Data

자본금	17 십억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	1,937 만주
액면가	100 원
시가총액	25,381 십억원
주요주주	
자사주	11.75%
국민연금공단	11.10%
외국인지분률	59.40%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/10/23)	152,500 원
KOSPI	2080.62 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	160,000 원
52주 최저가	106,500 원
60일 평균 거래대금	63 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-1.8%
6개월	30.5%	38.5%
12개월	19.4%	23.5%

NAVER (035420/KS | 매수(신규편입) | T.P 190,000 원(신규편입))

Navigator, 발해를 꿈꾸며

NAVER 포털을 기반으로 창출되는 Value chain은 커머스/콘텐츠로의 확장성을 보임은 물론, 자회사 지역 커버리지 확대로 연결. 높은 수준의 R&D 비율로 비롯된 저작권 및 연구성과는 UX/UI를 제고, UV 유입을 견고하게 지지. DA로부터 Pay까지 이어지는 커머스 생태계는 주요 사업부문 실적 증가를 견인하고, 웹툰과 파이낸셜의 미래 가치가 리레이팅을 주도할 것. '20Y 드라마틱한 이익 성장세, 비단 낮은 베이스로 비롯되는 것이 아닌 Ad, Platform, Contents 비즈니스의 구조적 이익회수기에 진입하는 것.

더욱 강화된 커머스 밸류체인, DA를 비롯한 주요 사업부문 실적 증가 견인

3Q 잣아드는 감익폭, 4Q 기점 국내 광고 세그먼트 기여 확대에 따라 2H19 완전한 증익세로 전환될 것. 내년 기점 드라마틱한 이익 성장세를 기대하는 바, 비단 낮은 베이스로 비롯되는 것이 아닌 광고, 플랫폼, 콘텐츠 비즈니스의 구조적 이익회수기에 진입한다는 판단. 상반기 감익의 주된 원인이었던 LINE의 비용통제 기조는 유지된 가운데 LINE Bank 대만/일본 서비스가 본격화될 경우 기업가치 재평가 요인으로 작용할 것.

'19E 영업익 7,499 억원(-20.4% yoy), '20E 영업익 1.1 조원(+48.5% yoy) 전망. 특히, 쇼핑검색 광고의 견조한 성장과 더불어 CTR 개선 및 딥러닝 기반 AiTEMS, AiRS의 기여 확대로 광고효율 제고될 것. Sales portion 43.5%의 비즈니스 플랫폼 매출액 '19E 2.86 조원(+15.5%, yoy), '20E 매출액 3.2 조원(+12.5% yoy)으로 외형 견인 기대

Re-rating 조건 충족된 바, 새로운 국면 맞이한 동사 프리미엄 정당성 유효

향후 동사 주가 상승의 중장기 catalyst는 네이버웹툰 IPO와 네이버파이낸셜/뱅크의 성공적 시장 안착에 따른 적정 가치의 부여가 될 것. LINE Pay는 300억엔 이벤트 종료 후 하반기 기점 마케팅비 감소되겠으나 금융 플랫폼 진입 단계의 영업적자는 지속, 향후 LINE 광고 실적 증가와 Pay 마케팅 안정화의 Golden-cross 확인 중요. 최근 3개월 주가상승(+27%)으로 현 Valuation P/E 37x는 다소 높아보일 수 있으나(3yrs. Avg 대비 30% 프리미엄) 동사가 맞이한 새로운 국면을 이해해야 할 필요성. IT 플랫폼 경쟁사는 45x 수준에서 거래 중이고, 이익 규모가 동사 2% 수준인 커머스 플랫폼사도 35x 부여. 이익회수 초입단계의 내년 지배순익 7,665 억원 기준 Implied P/E 40x로 이익 상승기인 13~15Y 구간 감안 시 합리적이며 동일 이익 레벨의 16~17Y 구간 시총 수준에도 부합

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	4,023	4,678	5,587	6,569	7,676	8,688
yoy	%	23.6	16.3	19.4	17.6	16.9	13.2
영업이익	십억원	1,102	1,179	943	750	1,113	1,202
yoy	%	32.7	7.0	-20.1	-20.4	48.5	7.9
EBITDA	십억원	1,265	1,385	1,204	1,054	1,376	1,434
세전이익	십억원	1,132	1,196	1,112	675	1,054	1,184
순이익(지배주주)	십억원	749	773	649	483	767	858
영업이익률%	%	27.4	25.2	16.9	11.4	14.5	13.8
EBITDA%	%	31.5	29.6	21.5	16.0	17.9	16.5
순이익률	%	18.9	16.5	11.2	5.8	9.6	9.6
EPS(계속사업)	원	4,618	4,705	3,906	2,924	4,648	5,199
PER	배	33.6	37.0	31.2	52.7	33.1	29.6
PBR	배	7.1	6.0	3.8	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA	배	18.5	19.0	15.2	22.3	16.3	14.9
ROE	%	26.2	18.5	13.0	8.8	12.6	12.3
순차입금	십억원	-3,017	-3,182	-2,897	-3,123	-4,327	-5,462
부채비율	%	54.3	51.2	66.1	84.5	81.5	76.7

1. 유일무이한 시장 방어력: '전략'과 '기술'의 결합

(1) Platform - 끝까지 수성(守城)해야 할 요새

한국이 글로벌 시장 대비 검색엔진 시장 방어에 성공했던 것은 절대적 사업자였던 NAVER가 외부 검색엔진의 크롤링을 거부했던 영향이 가장 컸다고 볼 수 있다. 앞서 언급한 바 Google과 Facebook을 차단한 중국 정부는 Youtube 접속도 '09년 티베트 사태 당시 저작권 침해 방지를 이유로 차단했기 때문에 비교 대상이 아니다. 중국 시장에서 철수하기 전에도 Google 현지 점유율은 30%를 넘어가고 있었기 때문에 중국 당국의 극단적 조치가 없었다면 Baidu가 자생하기 힘든 구조였다고 볼 수 있다. 이외에도 러시아의 Yandex 사례가 있으나 이 역시 동구권 문화 정보를 독점적으로 담고 있기 때문에 가능했던 것이고 현지 포털이 특별히 전략적 차별성, 기술적 우위를 점하고 있지 않다. 심지어 유럽, 일본, 아세안 국가들은 최근에서야 소수의 포털이 전세계 인터넷 서비스를 장악하고 있다는 점에 위기감을 느끼고 있다.

결과적으로 한국의 NAVER가 독자적 포털을 수성한 유일한 사례라고 할 수 있다. R&D 기업의 정체성을 잃지 않고 연결기준 매출액 대비 25%의 연구개발비를 지출, 3,411개의 지식재산권을 보유한 것이 NAVER 방어력의 핵심 지표이다. 전년 5.6조원 매출액 중 1.4조원이 연구개발비로 집행되었으며 현재 15,148명의 직원 중 36%에 달하는 인원이 R&D 인력이다. 구체적으로, NAVER가 가치로 삼는 키워드 'Ambient Intelligence(AmI)'는 방어 역량을 공격 역량으로 치환시켜 주었다. AmI는 1)Embedded or Ubiquity: 주변 환경에서의 디바이스, 어플리케이션 내재성, 2)Context Aware: 인텔리전스가 인간의 상황을 인지하는 것, 3)Personalized: 사용자 맞춤, 4)Adaptive: 상황 변화에 따른 인텔리전스의 적응능력, 5)Anticipatory: 인텔리전스의 니즈 예견능력을 요한다. 현재 대세를 이룬 플랫폼 기업들은 위 5대 카테고리에 기반한 선도적 테크놀로지를 보유 중이며 이 기술력의 차이가 기업 역량의 차이로 이어진다. 테크놀로지 기반 UX를 지속 제고시킨 NAVER는 2018/19년에도 UV가 증가했 +58만명, Youtube 대비 +70만명 더 많다.

(2) Contents- 무게중심의 이동

“It's OK to break things, to make them better.” 마크 저커버그의 지론이다. 저커버그 스스로가 인정했듯이 현재의 Android+iOS 모바일 OS 체제에서 Facebook은 이에 예속된 어플리케이션 기업 중 하나일 뿐이다. 그렇기에 글로벌을 제패한 소셜미디어의 신사업은 콘텐츠로 무게중심을 옮겼다. '14년도 20억달러에 오콜러스 VR을 인수했던 것도 이 때문이다. 현재 Facebook은 콘텐츠와 XR(VR+AR+MR)의 융합을 통한 비즈니스 모델을 구현 중에 있다. Google의 방향성 역시 다르지 않다. '06년도 인수한 Youtube는 이제 범접할 수 없는 영상 플랫폼으로 성장했다. Youtube 조회수 기준 Top 10 중 9개 콘텐츠는 음악(M/V)이며 그 중 5개는 Vevo에서 공급한 것이다. 세계 3대 레이블인 Universal Music Group, Sony Music Entertainment, Warner Music Group에서 M/V를 제작, Vevo 채널을 통해 Youtube에 게시되고 이로 파생되는 이익은 Alphabet 측과 각 레이블이 일정 비율로 나눠 가져간다.

NAVER의 대응은 글로벌 플랫폼 기업과 속도 면에서 궤를 같이 하면서도 'In-house' 개발 중심이라는 특징이 있다. Google은 절대 지위의 영상플랫폼 Youtube를 운영하고 Facebook은 Instagram을 통해 사진과 숏폼 시장을 선점했지만 양자 모두 M&A의 결과다. 그런데 NAVER 계열사 캠프모바일이 '15년 9월 출시한 <SNOW>는 사진, 숏폼 메시징 앱이며 한국을 비롯해 중국, 대만, 태국 등지에서 정식 서비스 중이다. 심지어 <SNOW>는 Facebook 측으로부터 런칭 초기에 인수 제안을 받은 바도 있다. 또한, 자체 개발하고 콘텐츠 밸류체인을 형성한 NAVER Webtoon은 주요 진출 국가에서 MAU 1위를 달성했으며, 국내 출시한 '시리즈' 앱도 시장 반응이 우호적이다. 글로벌 라이브 영상 플랫폼인 V LIVE도 오리지널 콘텐츠 및 커뮤니티 활성화로 사용자 유입이 견실하게 성장 중이다. 우리가 이미 LINE의 성공적 런칭과 확장성을 경험했듯이 NAVER 내부로부터 진척될 수 있는 성공 모델들이 매우 많다. 과거와 차이점이 있다면 무게의 중심이 플랫폼으로부터 콘텐츠로 전이되고 있다는 것이다.

NAVER 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
영업수익	1,510.8	1,630.3	1,653.0	1,775.0	1,787.8	1,898.8	1,919.7	2,069.6	5,586.9	6,569.1	7,675.9
Ad.	142.2	166.6	154.0	175.0	163.5	188.6	173.3	195.7	573.0	637.8	721.0
Biz Platform	669.3	715.9	717.0	757.0	777.7	809.0	788.7	841.8	2,475.8	2,859.2	3,217.2
IT Platform	99.2	105.9	114.0	124.0	121.0	131.7	142.7	158.1	355.9	443.1	553.6
Contents Serv.	35.0	50.1	54.0	59.0	67.2	88.9	85.6	93.9	125.8	198.1	335.6
LINE & Etc.	565.1	591.8	614.0	660.0	658.3	680.6	729.4	780.1	2,056.4	2,430.9	2,848.5
YoY	15.4%	19.6%	18.3%	17.0%	18.3%	16.5%	16.1%	16.6%	19.4%	17.6%	16.8%
Ad.	6.8%	12.0%	13.2%	12.8%	15.0%	13.2%	12.5%	11.8%	8.2%	11.3%	13.0%
Biz Platform	12.9%	17.1%	17.0%	15.0%	16.2%	13.0%	10.0%	11.2%	14.7%	15.5%	12.5%
IT Platform	36.8%	22.6%	24.7%	17.4%	22.0%	24.4%	25.2%	27.5%	63.4%	24.5%	24.9%
Contents Serv.	18.2%	61.6%	62.7%	84.4%	92.0%	77.5%	58.5%	59.2%	20.4%	57.5%	69.4%
LINE & Etc.	17.4%	21.8%	17.2%	16.8%	16.5%	15.0%	18.8%	18.2%	23.2%	18.2%	17.2%
영업비용	1,304.6	1,502.0	1,470.9	1,541.7	1,474.8	1,663.3	1,658.1	1,766.2	4,644.5	5,819.2	6,562.5
개발/운영	218.4	234.6	241.3	236.1	258.1	272.1	287.2	269.6	767.0	930.4	1,087.1
대행/파트너	277.0	298.2	287.8	308.8	310.8	328.0	319.5	346.5	1,035.5	1,171.8	1,304.8
인프라	75.8	80.4	83.0	86.0	89.6	97.3	101.3	103.6	255.8	325.2	391.8
마케팅	65.8	102.9	86.9	100.0	67.2	110.8	97.4	110.0	338.2	355.6	385.4
라인/기타	667.6	785.9	771.8	810.8	749.0	855.1	852.8	936.5	2,248.0	3,036.1	3,393.4
영업이익	206.2	128.3	182.1	233.3	313.0	235.5	261.6	303.4	942.4	749.9	1,113.4
YoY	-19.8%	-48.8%	-17.9%	9.4%	51.8%	83.5%	43.6%	30.0%	-20.1%	-20.4%	48.5%
OPM	13.6%	7.9%	11.0%	13.1%	17.5%	12.4%	13.6%	14.7%	16.9%	11.4%	14.5%
세전이익	189.7	110.4	181.8	193.3	301.4	220.8	265.3	267.5	1,111.5	675.3	1,055.0
당기순이익	87.5	27.7	127.3	141.1	211.0	154.6	185.7	187.2	627.8	383.7	738.5
지배주주순이익	129.7	79.2	126.2	147.7	226.7	145.0	213.0	181.8	648.8	482.8	766.5
세전이익률	12.6%	6.8%	11.0%	10.9%	16.9%	11.6%	13.8%	12.9%	19.9%	10.3%	13.7%
당기순이익률	5.8%	1.7%	7.7%	8.0%	11.8%	8.1%	9.7%	9.0%	11.2%	5.8%	9.6%
지배순이익률	8.6%	4.9%	7.6%	8.3%	12.7%	7.6%	11.1%	8.8%	11.6%	7.4%	10.0%

자료: NAVER, SK 증권 리서치센터

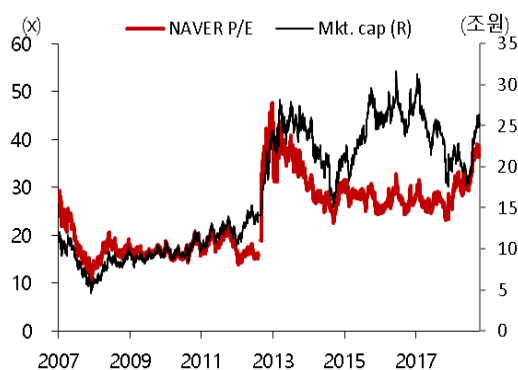
NAVER Target price: SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

Portal segment NP(12M Fwd.)	995	a	
Target multiple(x)	18.2	b	Peer Group 20% discount
Portal segment Fair Value	18,069	c=(a*b)	
LINE Mkt. cap	11,536	d	
Naver 지분율	73.3%	e	
LINE 지분가치	8,456	f=(d*e)	
LINE Fair Value	5,919	g=(f*0.7)	30% discount
Naver Webtoon FV	1,672	h	12M Fwd. transaction * 3.8x
Naver Financial FV	1,725	i	19E transaction * 0.22 (peer multiple) * 0.8(지분율 가정) 30% discount
순차입금	-1,779	j	
자사주	2,040	k	11.75% 지분율, 30% discount
적정 시가총액	31,204	l= c+g+h+i-j+k	
주식수	0.1648133	m	shares bn
목표주가	190,000	n=l/m	KRW
현재주가	152,500		KRW
upside	24.6%		

자료: NAVER, DART, SK 증권 리서치센터

NAVER Valuation Trend



자료: Quantiwise, SK 증권

NAVER Shareholders

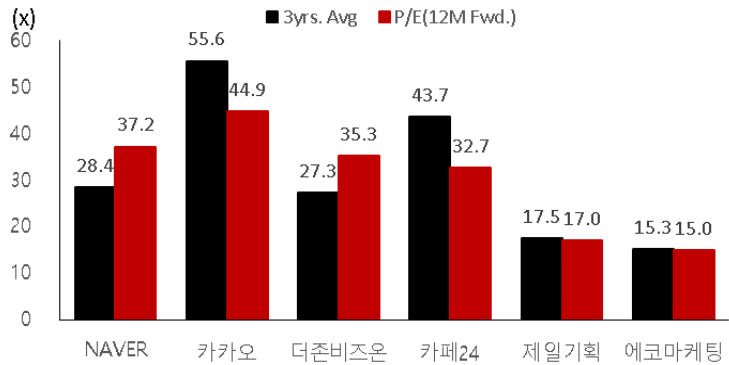
주주명	지분율(%)
국민연금기금	10.5
BlackRock Fund Advisors	5.0
Harris Associates	5.0
이해진	3.7
NAVER(자사주)	11.8

* 외인보유율 59.4%

* GIO, LINE 1.91%(4,594,000주) 보유

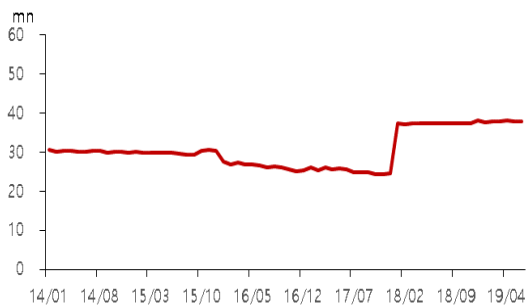
자료: DART, SK 증권

국내 주요 Communication Services 기업군 P/E Valuation



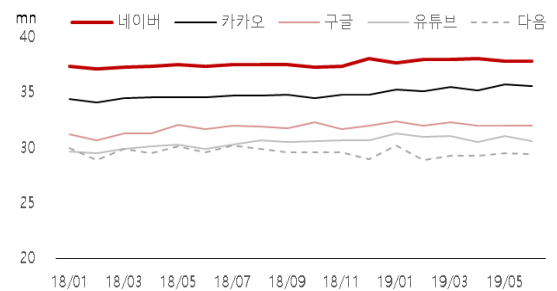
자료 : Quantwise, SK 증권

NAVER UV 반등: 1H19 월 평균 3,790 만



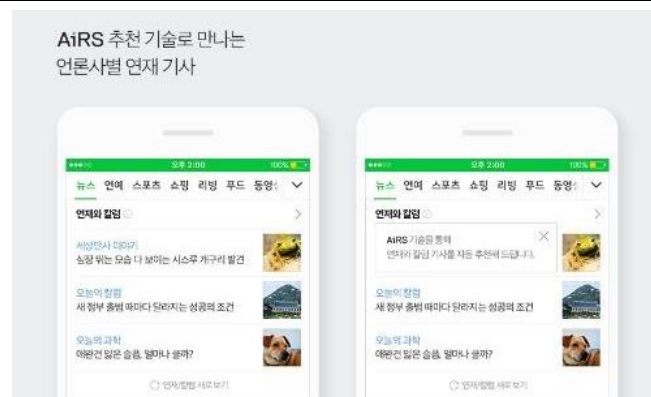
자료 : Korean Click, SK 증권

주요 플랫폼 UV Trend



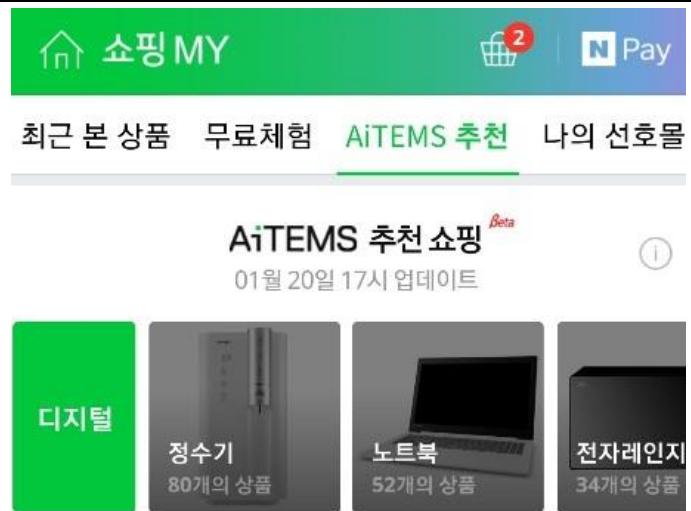
자료 : Korean Click, SK 증권

NAVER AiRS 기술 적용, 사용자별 기사 추천



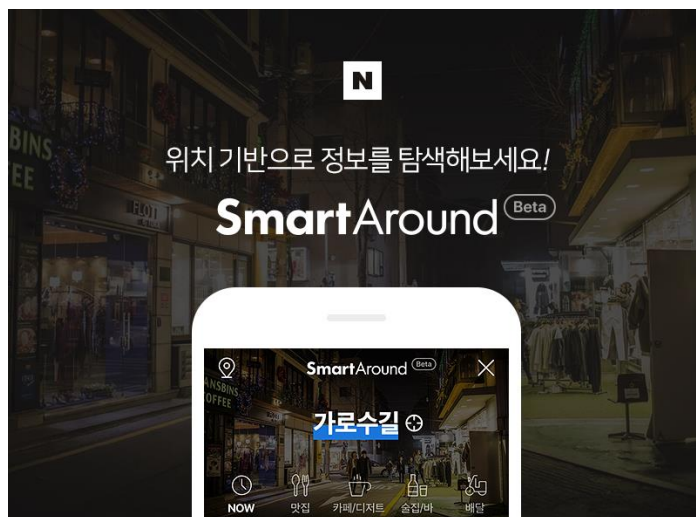
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER AiTEMS 쇼핑 아이템 추천



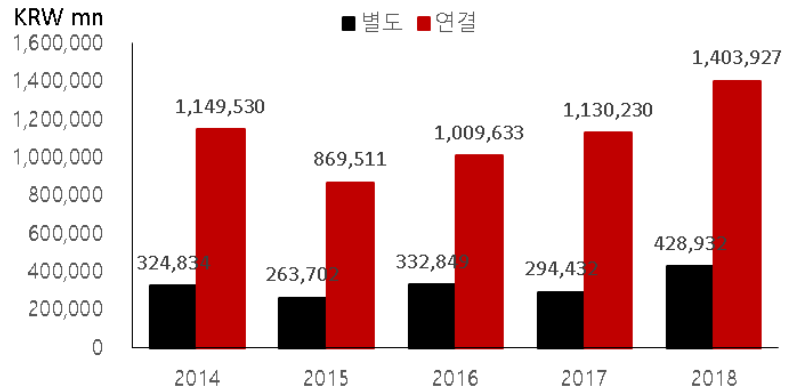
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER AiRSPACE 기술 적용, Smart Around



자료 : NAVER, SK 증권

NAVER R&D 투자금액(연결기준 매출액 대비 25%)



자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 특허권 포함 지식재산권 총계

등록국가	특허	상표권	디자인	합계
한국	1,519	645	219	2,383
일본	457	62	6	525
미국	268	10	6	284
중국	36	69	1	106
기타	33	75	5	113
합계	2,313	861	237	3,411

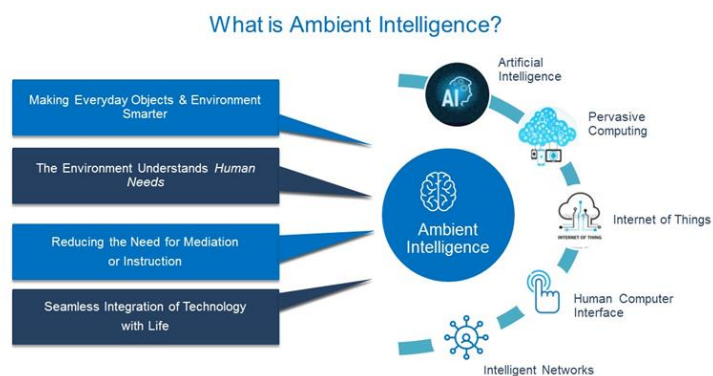
자료 : NAVER, SK 증권

NAVER R&D 과제 및 적용 리스트 요약

연구과제	연구결과 및 적용	R&D 완료
모바일앱 스마트에디터	모바일앱에서 텍스트 편집 및 효과 적용, 도구 개발	2014
재노출 로직 연구	답변 적은 질문 구분, 재노출 시스템 개선	2015
카페 추천시스템	분산파일시스템 이용, 사용자 기반 카페 추천	2015
카페 활동 기반 콘텐츠 추천	활동 기반 콘텐츠 추천과 사용자 관계망 구축	2016
DA 쿼리브라우저	관계형, NoSQL 데이터베이스 쿼리 도구 (CUBRID/ORACLE/MySQL/MSSQL/nBase/Hive, etc)	2017
가격비교 자동생성 연구	가격비교 상품 자동 생성 위한 분석기술 연구	2017
카테고리별 상품분류 연구	클러스터링 기술 연구	2017
분산인코더	입고된 원본 인코딩 속도를 30~40배 이상 증속	2018
VOD 플랫폼 2.0	VOD 업로드, 인코딩, API 서버 효율화	2018
오디오 클라우드	오디오 업로더, 트랜스코더, 재생모듈 등 서비스 구축	2018
중복댓글 탐지 고도화	실시간 중복 댓글 감지 AI 모듈 고도화	2019
미디어 자동화	기사 클러스터링/시맨틱 태깅 활용, 서비스 자동화	2019
AI 동영상 추천	딥러닝 활용 사용자 취향 분석	진행중
Answering Engine 기술 연구	내용 이해 통해 답변 문장 자동으로 도출	진행중
Blockchain 플랫폼	네이버 비즈니스 적합한 플랫폼과 알고리즘 확보	진행중
Live Broadcastor	네이버, 유튜브 등 멀티 플랫폼 지원 라이브 도구	진행중
USER Context 연구	사용자 상황 이해, 검색 품질 개선 연구	진행중
V Live VR 플랫폼 개발	Oculus, Pico 플랫폼용 3 DOF 기반의 VR 앱 개발	진행중
DUET: AI기반의 ARS 기술	예약, 콜센터 등 도메인 AI ARS 기술 및 서비스 개발	진행중

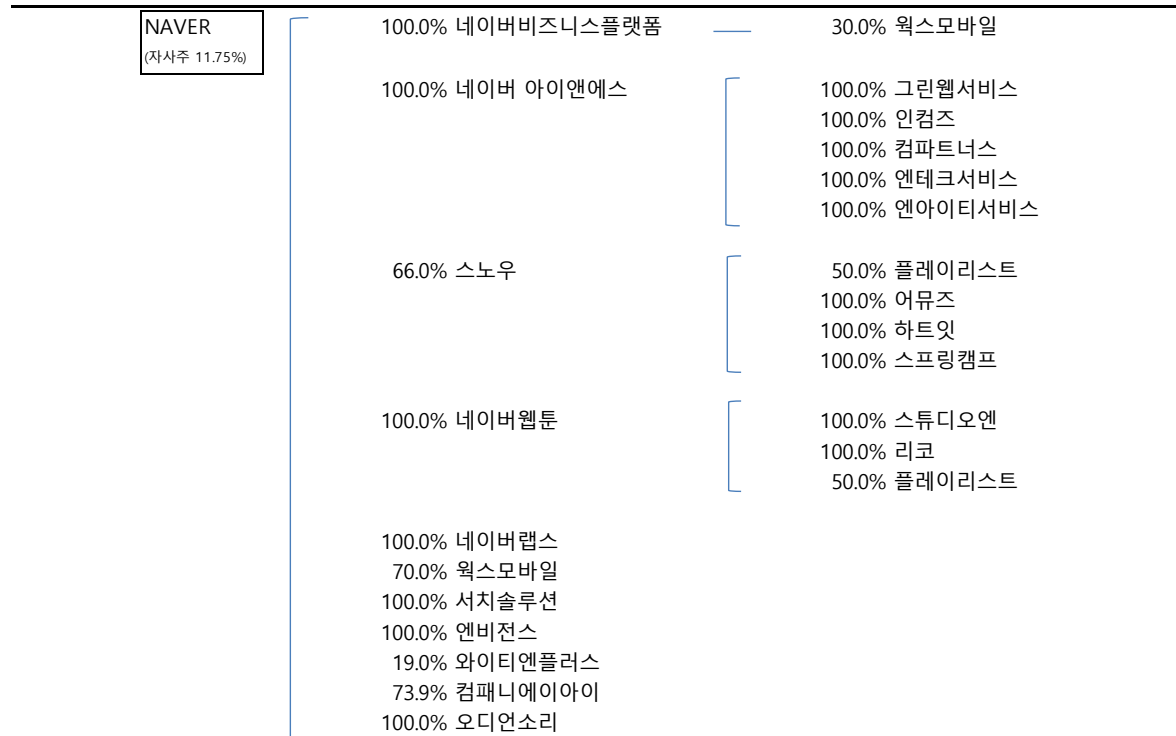
자료 : NAVER, DART, SK 증권

Ambient Intelligence



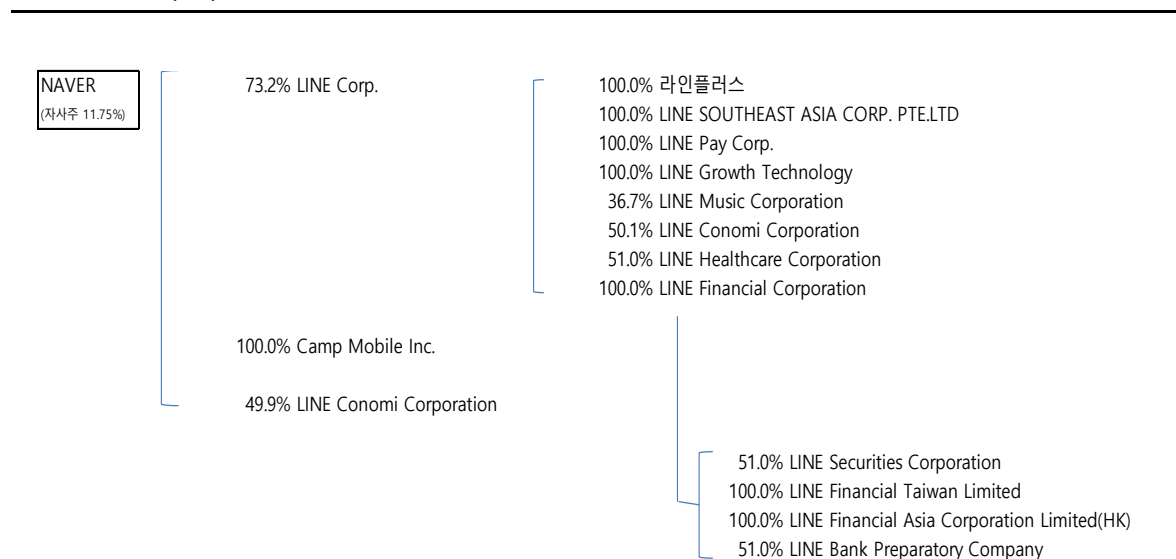
자료 : Infosys, SK 증권

NAVER 지배구조도(국내)



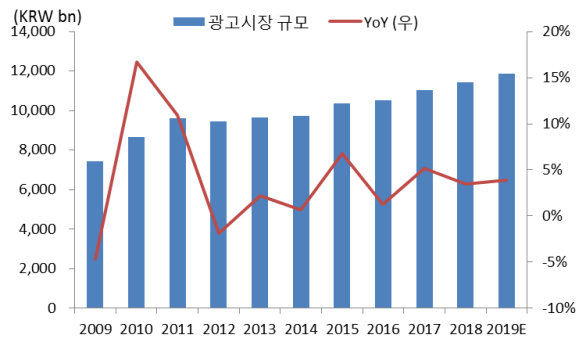
자료 : NAVER, DART, SK 증권

NAVER 지배구조도(해외)



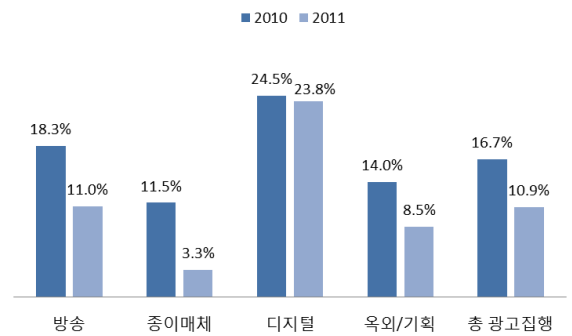
자료 : NAVER, DART, SK 증권

광고시장: 19E 11.9 조원, 10yrs. CAGR +4.8%



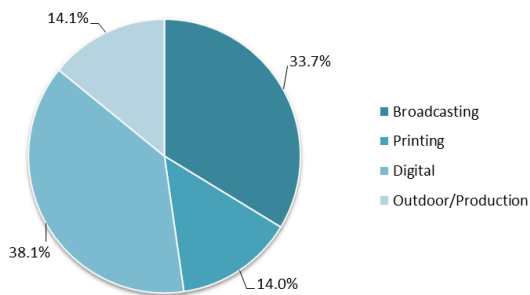
자료: KOBACQ, KOA, SK 증권 리서치센터

2010/11 광고시장 부문별 고른 성장세 시현



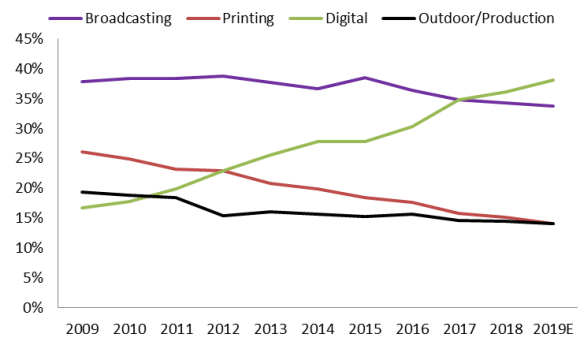
자료: KOBACQ, KOA, SK 증권 리서치센터

광고시장 양강구도: 디지털 + 방송 합산 72% 비중

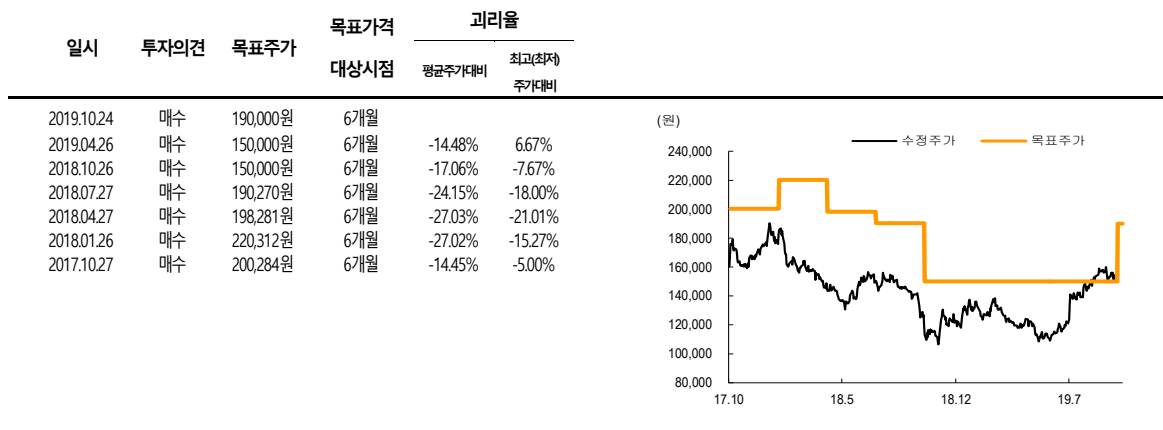


자료: KOBACQ, KOA, SK 증권 리서치센터

10 개년 트렌드: 디지털 대약진 vs. 종이매체 비중축소



자료: KOBACQ, KOA, SK 증권 리서치센터



Compliance Notice

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 24 일 기준)

매수	87.67%	중립	12.33%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784	5,386	6,685	8,145	9,516
현금및현금성자산	1,908	3,323	4,791	5,995	7,129
매출채권및기타채권	1,014	1,079	1,263	1,473	1,667
재고자산	36	57	67	78	89
비유동자산	3,235	4,496	5,223	5,134	5,094
장기금융자산	1,107	1,246	1,544	1,544	1,544
유형자산	1,150	1,457	1,321	1,097	911
무형자산	340	307	345	392	433
자산총계	8,019	9,881	11,908	13,279	14,610
유동부채	2,303	2,620	3,259	3,698	4,105
단기금융부채	361	357	609	609	609
매입채무 및 기타채무	544	595	696	811	918
단기충당부채	6	2	4	5	5
비유동부채	411	1,312	2,193	2,264	2,237
장기금융부채	55	814	1,411	1,411	1,411
장기매입채무 및 기타채무	6	9	26	43	43
장기충당부채	35	42	61	80	80
부채총계	2,714	3,932	5,452	5,962	6,342
지배주주지분	4,762	5,240	5,697	6,529	7,453
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,585	1,585	1,585
기타자본구성요소	-1,200	-1,325	-1,414	-1,414	-1,414
자기주식	-1,172	-1,297	-1,390	-1,390	-1,390
이익잉여금	4,556	5,229	5,673	6,440	7,298
비지배주주지분	543	709	759	787	815
자본총계	5,305	5,949	6,456	7,317	8,268
부채외자본총계	8,019	9,881	11,908	13,279	14,610

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	880	929	1,849	1,270	1,211
당기순이익(손실)	770	628	384	739	830
비현금성항목등	663	607	1,088	638	605
유형자산감가상각비	183	228	270	224	186
무형자산상각비	24	33	34	39	46
기타	60	80	673	31	27
운전자본감소(증가)	-139	220	806	241	131
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-176	49	12	-210	-194
재고자산감소(증가)	0	0	-18	-11	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	97	52	-443	116	107
기타	-59	120	1,254	346	229
법인세납부	-415	-526	-428	-348	-355
투자활동현금흐름	-1,248	-333	-534	-62	-56
금융자산감소(증가)	-561	726	185	0	0
유형자산감소(증가)	-466	-517	-263	0	0
무형자산감소(증가)	-28	-42	-86	-86	-86
기타	-193	-500	-370	25	30
재무활동현금흐름	634	740	17	-4	-21
단기금융부채증가(감소)	-1	125	63	0	0
장기금융부채증가(감소)	49	606	-31	0	0
자본의증가(감소)	498	-124	-94	0	0
배당금의 지급	-33	-42	-46	0	0
기타	120	177	125	-4	-21
현금의 증가(감소)	181	1,415	1,468	1,204	1,134
기초현금	1,726	1,908	3,323	4,791	5,995
기말현금	1,908	3,323	4,791	5,995	7,129
FCF	467	398	518	1,114	1,118

자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678	5,587	6,569	7,676	8,688
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,678	5,587	6,569	7,676	8,688
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	3,499	4,644	5,819	6,562	7,486
영업이익	1,179	943	750	1,113	1,202
영업이익률 (%)	25.2	16.9	11.4	14.5	13.8
비영업손익	17	169	-75	-59	-18
순금융비용	-36	-14	1	-4	-9
외환관련손익	-16	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-13	185	-43	-32	0
세전계속사업이익	1,196	1,112	675	1,054	1,184
세전계속사업이익률 (%)	25.6	19.9	10.3	13.7	13.6
계속사업법인세	423	489	292	316	355
계속사업이익	773	623	383	738	829
중단사업이익	-3	5	1	1	1
*법인세효과	2	0	0	0	0
당기순이익	770	628	384	739	830
순이익률 (%)	16.5	11.2	5.8	9.6	9.6
지배주주	773	649	483	767	858
지배주주귀속 순이익률(%)	16.52	11.61	7.35	9.99	9.87
비지배주주	-3	-21	-99	-28	-28
총포괄이익	627	634	506	861	952
지배주주	673	627	548	833	923
비지배주주	-45	7	-43	28	28
EBITDA	1,385	1,204	1,054	1,376	1,434

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.3	19.4	17.6	16.9	13.2
영업이익	7.0	-20.1	-20.4	48.5	7.9
세전계속사업이익	5.7	-7.0	-39.3	56.2	12.3
EBITDA	9.5	-13.1	-12.5	30.6	4.2
EPS(계속사업)	1.9	-17.0	-25.2	59.0	11.9
수익성 (%)					
ROE	18.5	13.0	8.8	12.6	12.3
ROA	10.7	7.0	3.5	5.9	6.0
EBITDA마진	29.6	21.5	16.0	17.9	16.5
안정성 (%)					
유동비율	207.8	205.6	205.1	220.3	231.8
부채비율	51.2	66.1	84.5	81.5	76.7
순차입금/자기자본	-60.0	-48.7	-48.4	-59.2	-66.1
EBITDA/이자비용(배)	2,436.7	87.7	50.6	66.1	68.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,705	3,906	2,924	4,648	5,199
BPS	28,895	31,795	34,565	39,617	45,221
CFPS	5,941	5,521	4,772	6,249	6,613
주당 현금배당금	1,446	314	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.9	48.7	54.7	34.4	30.8
PER(최저)	30.7	27.3	37.1	23.3	20.9
PBR(최고)	6.7	6.0	4.6	4.0	3.5
PBR(최저)	5.0	3.4	3.1	2.7	2.4
PCR	29.3	22.1	32.3	24.6	23.3
EV/EBITDA(최고)	21.2	24.5	23.3	17.0	15.6
EV/EBITDA(최저)	15.5	13.1	15.2	10.9	9.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
조용선

yongsuncho@sks.co.kr
02-3773-8826

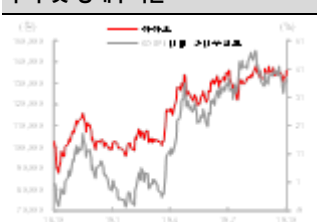
Company Data

자본금	42 십억원
발행주식수	8,346 만주
자사주	423 만주
액면가	500 원
시가총액	11,406 십억원
주요주주	
김범수(외20)	28.82%
국민연금공단	8.11%
외국인지분율	29.20%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(19/10/23)	140,000 원
KOSPI	2,080.62 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	138,500 원
52주 최저가	87,600 원
60일 평균 거래대금	56 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.4%	0.5%
6개월	15.3%	22.3%
12개월	32.7%	37.3%

카카오 (035720/KS | 매수(신규편입) | T.P 165,000 원(신규편입))

Platform textbook: Sounds like a plan!

카카오 MAU 4,441 만명으로 국내 메시징 앱 97% M/S 이자 전체 인구 침투율 85% 기록, 최근 2 년 간에도 4% 증가한 동사 MAU 는 Youtube, NAVER 에 비해서도 2 배 수준. 플랫폼 기업의 교과서적인 케이스인 동사는 특비즈 플랫폼 연간 +41% yoy 성장과 더불어 카카오페이로 대표되는 유료콘텐츠 +65% yoy 성장 전망. 신규 광고상품 비즈 보드 하반기 매출기여 450 억원 기대하는 한편, 이익기여 확대 중인 카카오페이는 올해 연간 2,900 억원 거래액과 14% 수준 OPM 기대 가능, 전사 수익성 점진적 제고될 것.

거부할 수 없는 트래픽의 힘, 최고 수준 MAU 와 콘텐츠 역량의 시너지

동사 절대적 플랫폼 트래픽 기반, 신규 모델 비즈보드를 중심으로 한 향후 광고 노출 수 확대, CPC 단가 상승, 광고효율성 제고 고무적. 이와 더불어, 더욱 강화된 콘텐츠 역량에 주목하는 바, 특히 과감한 M&A 로 국내 주요 제작진, 배우진을 확보한 카카오 M 의 경우 내년 기점 본격적인 영상 콘텐츠 제작 계획에 있으며 카카오톡 내 숏폼 비디오 채널인 '톡 TV'와 유기적 연결망 구축될 것. 한편, Story IP 밸류체인을 구축한 카카오페이는 4yrs. CAGR +55% 거래액 증가 시현했으며 점진적 시장지배력 확대, Active & Paying User 증가로 올해 거래액 2,900 억원, 영업익 330 억원 예상

비즈보드 기여확대가 연간 이익증가의 핵심, 주력 자회사 흑자전환 상존

10 월 기점 비즈보드 OBT, 이미 8 월 일 평균 매출 2~3 억원 수준 기록했으며 향후 광고 노출 증가 및 중소형 광고주 유입 통한 고성장 여력 충분. 올해 연간 카카오 광고 성장률 20%대 안착 기대하며, 비즈보드 광고 매출액은 '21E 2 천억원 이상 기여 전망. 기존 사업부문 성장 지속되는 가운데 카카오페이/뱅크/페이 등 주력 자회사 흑자전환 및 IPO 기대감 유효. 카카오 '19E 영업익 1,751 억원(+140% yoy), '20E 영업익 3,765 억원(+115% yoy). 카카오톡(MAU 약 7 백만명) '19E 영업익 600 억원(흑전), '20E 영업익 1,120 억원(+87% yoy) 예상되며 IPO 가시성 확보에 따른 기업가치 현실화 기대 상존. 12M Fwd. NP 2,494 억원 기준 P/E Valuation 45.7x 으로 경쟁사 대비 부담 상존하나 3yrs. Historical P/E 대비 약 -18% 디스카운트 거래 중이며 Implied P/E 55.3x 역시 3 개년 평균에 준하는 수준. 비즈보드의 초기 임팩트는 검증되어 주가 반등의 주요인으로 작용, 하반기 실적 출회 후 정확한 데이터 확인 통한 리레이팅 여부 주목할 것.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,464	1,972	2,417	3,034	3,669	4,255
yoy	%	57.1	34.7	22.6	25.5	20.9	16.0
영업이익	십억원	116	165	73	175	376	469
yoy	%	31.1	42.4	-55.9	140.1	115.0	24.5
EBITDA	십억원	230	295	208	356	623	681
세전이익	십억원	100	153	131	171	307	398
순이익(지배주주)	십억원	58	109	48	160	268	333
영업이익률%	%	7.9	8.4	3.0	5.8	10.3	11.0
EBITDA%	%	15.7	15.0	8.6	11.7	17.0	16.0
순이익률	%	4.5	6.3	0.7	3.5	5.8	6.5
EPS(계속사업)	원	874	1,601	613	1,917	3,203	3,972
PER	배	88.1	85.6	168.0	71.0	42.5	34.2
PBR	배	1.5	2.3	1.7	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	24.4	30.1	35.6	27.5	14.5	12.0
ROE	%	1.9	2.9	1.0	3.1	4.9	5.8
순차입금	십억원	121	-902	-1,737	-2,049	-2,732	-3,515
부채비율	%	48.1	42.3	41.5	53.0	56.3	59.2

카카오 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	706.3	733.0	764.8	829.9	862.6	888.8	926.0	991.5	2,417.0	3,034.0	3,668.9
플랫폼부문	313.1	326.8	338.8	383.3	396.3	409.3	422.1	458.6	1,039.3	1,362.0	1,686.3
특비즈	126.9	138.9	151.5	178.3	197.3	200.2	212.5	232.4	421.1	595.6	842.4
포털비즈	126.4	136.9	130.8	138.0	134.5	140.8	138.8	144.0	495.4	532.2	558.1
신사업	59.8	51.0	56.5	67.0	64.5	68.3	70.8	82.2	122.7	234.3	285.8
콘텐츠부문	393.2	406.2	426.0	446.6	466.3	479.5	503.9	532.9	1,377.7	1,672.0	1,982.6
게임콘텐츠	94.0	98.4	94.2	98.2	95.5	96.5	97.8	100.0	417.0	384.8	389.8
뮤직콘텐츠	137.2	144.6	151.0	155.5	154.8	160.0	161.2	168.2	532.9	588.3	644.2
유료콘텐츠	74.6	81.5	98.0	105.2	123.8	128.8	147.8	164.8	218.4	359.4	565.2
IP비즈니스	87.3	81.7	82.8	87.7	92.2	94.2	97.1	99.9	209.5	339.5	383.4
YoY	27.2%	24.5%	27.6%	23.3%	22.1%	21.2%	21.1%	19.5%	22.5%	25.5%	20.9%
플랫폼부문	34.8%	30.2%	33.9%	26.5%	26.6%	25.2%	24.6%	19.6%	26.0%	31.1%	23.8%
특비즈	43.3%	42.4%	41.4%	39.4%	55.5%	44.1%	40.3%	30.3%	63.2%	41.4%	41.4%
포털비즈	3.9%	6.7%	13.2%	6.3%	6.4%	2.8%	6.1%	4.3%	-1.5%	7.4%	4.9%
신사업	171.6%	103.0%	86.3%	47.9%	7.9%	34.0%	25.3%	22.7%	92.7%	90.9%	22.0%
콘텐츠부문	21.7%	20.2%	23.0%	20.6%	18.6%	18.0%	18.3%	19.3%	20.0%	21.4%	18.6%
게임콘텐츠	-10.9%	-11.9%	-5.2%	-2.1%	1.6%	-1.9%	3.8%	1.8%	21.9%	-7.7%	1.3%
뮤직콘텐츠	8.7%	10.8%	11.0%	11.0%	12.8%	10.6%	6.8%	8.2%	11.3%	10.4%	9.5%
유료콘텐츠	70.6%	60.3%	62.0%	66.2%	65.8%	58.0%	50.8%	56.7%	72.1%	64.5%	57.3%
IP비즈니스	83.7%	81.8%	64.2%	31.7%	5.6%	15.3%	17.3%	13.9%	4.7%	62.1%	12.9%
영업비용	678.6	692.6	713.8	773.9	775.5	794.5	833.2	889.2	2,344.0	2,858.9	3,292.4
인건비	160.1	159.0	163.5	170.0	165.8	164.7	169.1	179.0	541.9	652.6	678.7
매출연동비	330.6	341.9	344.2	373.5	388.2	400.0	416.7	456.1	1,079.5	1,390.1	1,660.9
외주/인프라비	89.9	84.4	95.4	98.5	100.6	100.0	111.0	114.1	314.4	368.2	425.6
마케팅비	32.9	39.9	43.0	59.2	36.4	43.0	48.0	48.0	187.3	175.1	175.4
상각비	50.1	53.4	53.9	57.6	69.6	72.8	73.4	77.0	138.1	215.1	292.7
기타	14.9	13.9	13.8	15.2	15.0	14.1	15.0	15.0	82.9	57.8	59.1
영업이익	27.7	40.5	51.0	56.0	87.1	94.3	92.8	102.3	72.9	175.1	376.5
YoY	165.9%	46.6%	66.4%	1203.8%	214.7%	133.0%	81.9%	82.8%	-55.9%	140.0%	115.0%
OPM	3.9%	5.5%	6.7%	6.7%	10.1%	10.6%	10.0%	10.3%	3.0%	5.8%	10.3%
세전이익	40.5	53.6	52.3	23.6	83.6	91.1	77.7	53.6	130.7	169.9	306.0
당기순이익	17.6	31.0	38.2	18.6	58.5	65.6	51.2	37.3	15.9	105.4	212.6
지배주주순이익	27.5	38.8	47.5	46.2	68.5	73.3	60.4	65.0	47.9	160.0	267.2
세전이익률	5.7%	7.3%	6.8%	2.8%	9.7%	10.2%	8.4%	5.4%	5.4%	5.6%	8.3%
당기순이익률	2.5%	4.2%	5.0%	2.2%	6.8%	7.4%	5.5%	3.8%	0.7%	3.5%	5.8%
지배순이익률	3.9%	5.3%	6.2%	5.6%	7.9%	8.3%	6.5%	6.6%	2.0%	5.3%	7.3%

자료: 카카오, SK 증권 리서치센터

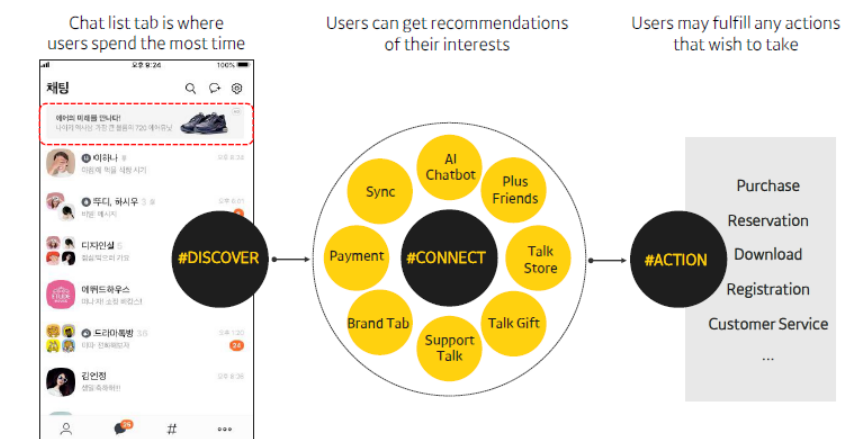
카카오 Target price: SOTP Valuation

(단위)

Talk business	3,732	a	12M Fwd. NOPLAT * Global Peer
Portal business	1,092	b	12M Fwd. NOPLAT * Peer 30% discount
Music	1,125	c	12M Fwd. NOPLAT * 18x
유료 contents	750	d	카카오페이지 제외
IP business	1,130	e	
사업가치	7,829	$f=(a+b+c+d+e)$	
카카오모빌리티	791	g	투자평가액 * 지분율 69.3% * 30% discount
카카오페이	1,130	h	Peer 평가 (지분율 60.9% * 30% discount)
카카오뱅크	473	i	자본총계 1.16조원 * P/B 1.2* 지분율 34%
카카오게임즈	242	j	NP * 지분율 60.4% * Peer 15% discount
카카오페이지	1,019	k	12M Fwd. Sales * 지분율 63.7% * 경쟁사 PSR
지분가치	3,654	$l=g+h+i+j+k$	
순차입금	-2,297	m	
KaKao Fair Value	13,781	$n=l-m$	
주식수	0.083484	o	shares bn
목표주가	165,000	$p=n/o$	KRW
현재주가	140,000		KRW
upside	17.9%		

자료: 카카오, DART, SK 증권 리서치센터

Kakao Talk Bizboard(TalkBoard)



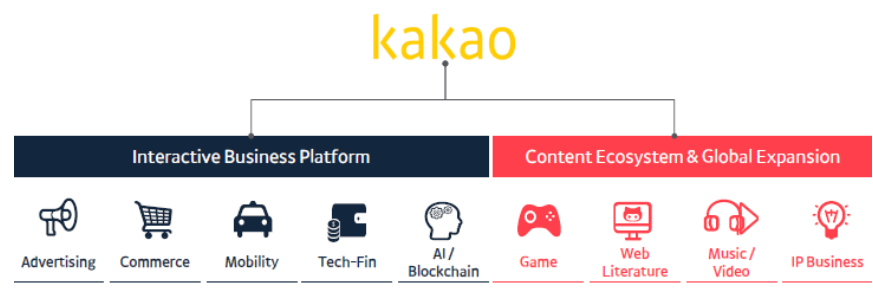
자료: Kakao, SK 증권

카카오 AI 통합 인공지능 플랫폼



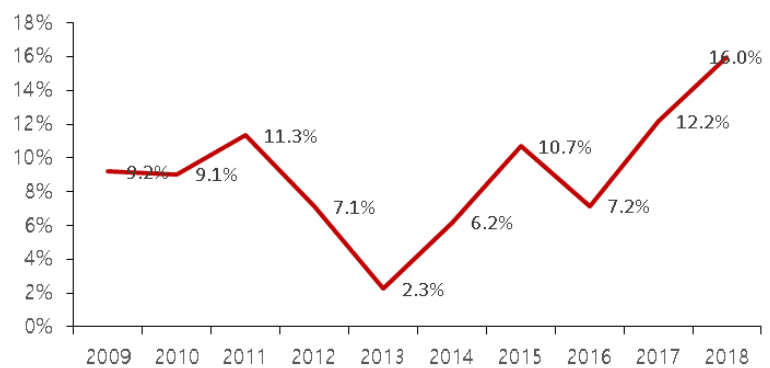
자료 : 카카오, SK 증권

카카오 Ecosystem



자료 : 카카오, SK 증권

카카오 매출액 대비 R&D 비용



자료 : 카카오, SK 증권

카카오 특허권 포함 지재권 보유현황

구분	특허권	상표권	디자인권	총계
국내	364	2,503	47	2,914
해외	84	663	5	752
합계	448	3,166	52	3,666

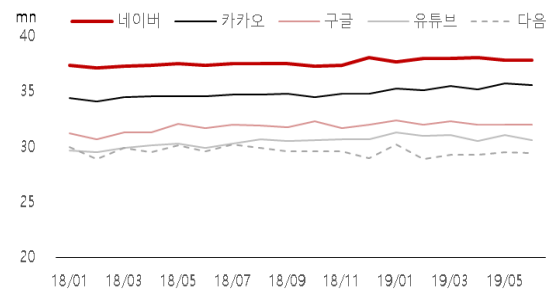
자료 : 카카오, SK 증권

카카오 Valuation Trend



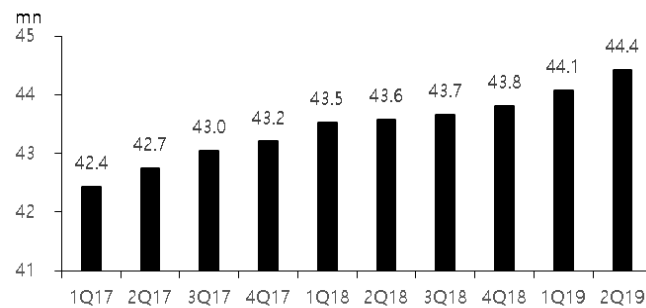
자료 : Quantwise, SK 증권

주요 플랫폼 UV Trend



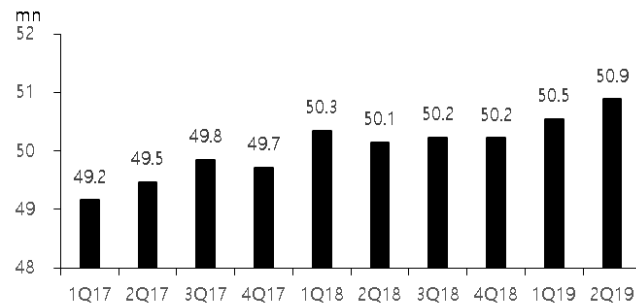
자료 : Korean Click, SK 증권

KaKao MAU(Domestic)



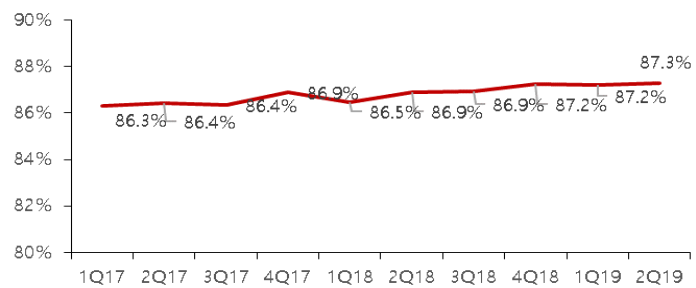
자료 : 카카오, SK 증권

Kakao MAU(Global include Korea)



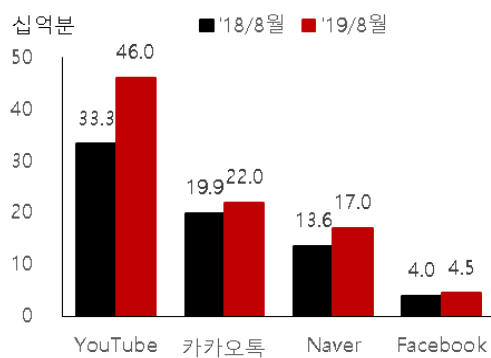
자료 : 카카오, SK 증권

Kakao 국내 MAU 의존율



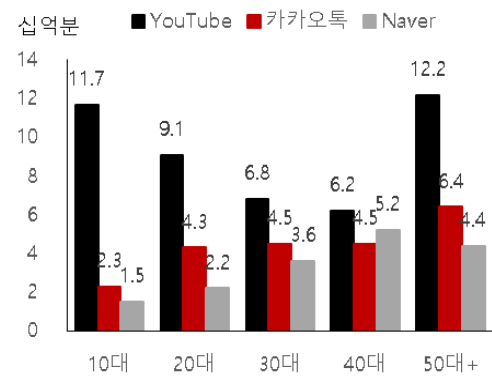
자료 : 카카오, SK 증권

플랫폼별 총 사용시간 비교



자료 : WiseApp, SK 증권

연령별 플랫폼 총 사용시간 비교



자료 : WiseApp, SK 증권

KaKao 매출구성

플랫폼 부문	특비즈	카카오톡(플친, 샵탭, 톡스토어)
		카카오톡 선물하기, 메이커스 카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘 신규톡BM(톡비즈보드, 챗봇 등)
포털비즈	Daum PC	
	Daum Mobile	
	기타 자회사광고	
	카카오스토리/스타일/페이지	
신사업	모빌리티,페이	
	기타(기타 연결자회사)	
콘텐츠 부문	게임	모바일, PC, 카카오VX
	뮤직	멜론, 카카오톡뮤직, 음원유통, 티켓
	유료 콘텐츠	카카오페이지, 다음웹툰, 픽코마
	IP 비즈니스	카카오 IX, 카카오M(음원유통 제외)
	기타	

자료 : 카카오, SK 증권

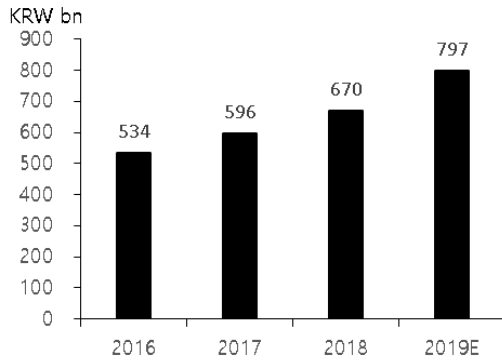
주: 2Q19 기점 플랫폼 신사업에서 연결 자회사 제외

카카오 지배구조도

모회사	지분율(%)	주요 자회사	모회사	지분율(%)	주요 자회사
카카오	96.8	카카오M	카카오M	100.0	레디엔터테인먼트
	60.4	카카오게임즈		67.5	문화인
	96.3	카카오메이커스		100.0	비에이치엔터테인먼트
	69.3	카카오모빌리티		99.4	숨엔터테인먼트
	93.9	카카오브레인		64.8	스타쉽엔터테인먼트
	100.0	카카오인베스트먼트		60.0	이엔티스토리엔터테인먼트
	63.6	카카오페이지		100.0	제이와이드컴퍼니
	100.0	카카오아이엑스		80.0	크래커엔터테인먼트
	100.0	카카오벤처스		100.0	플레이엠엔터테인먼트
	60.9	카카오페이		100.0	크리스피스튜디오
				67.2	메가몬스터
				81.0	사나이픽쳐스(예정)
				41.0	월광(예정)

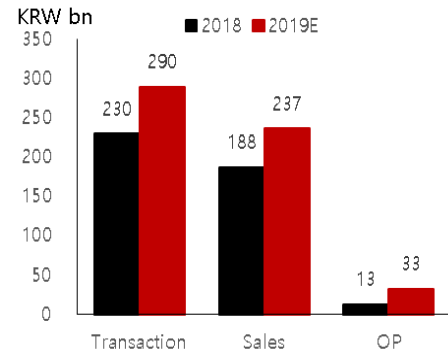
자료 : 카카오, DART, SK 증권

Kakao Total Ad Revenue



자료: 카카오, SK 증권

카카오페이지 18/19E 연간 거래액, 실적 전망



자료: 카카오, SK 증권

카카오 AI Engine

시각엔진

얼굴검출	이미지 내 모든 사람의 얼굴 위치를 찾고, 3D 각도, 나이, 성별 예측하는 기술
상품검출	이미지에 포함된 상품들의 위치와 종류를 검출하는 기술
스마트 썸네일	이미지를 분석하여 서비스 니즈에 맞는 썸네일 자동 생성 기술
멀티태그 생성	이미지에서 각종 정보를 추출하여 태그를 생성하는 기술
꽃 검색	꽃 이미지를 분석하여 품종을 알려주는 기술
OCR	사진이나 이미지에 포함된 문자영역과 문자를 인식하는 기술

음악엔진

음악검색	음악 소리 듣고 해당 곡 정보를 알려주는 기술
방금그곡	TV, 라디오 방송에 나오는 음원을 실시간 인식하는 기술

음성엔진

음성인식	음성을 분석하여 text로 변환하는 기술
음성합성	Text를 분석하여 음성으로 변환하는 기술
핵심어 검출	음성에서 특정 키워드를 추출 인식하는 기술
화자 인식	입력된 음성을 DB와 비교해 화자를 식별하는 기술

번역엔진

대화엔진

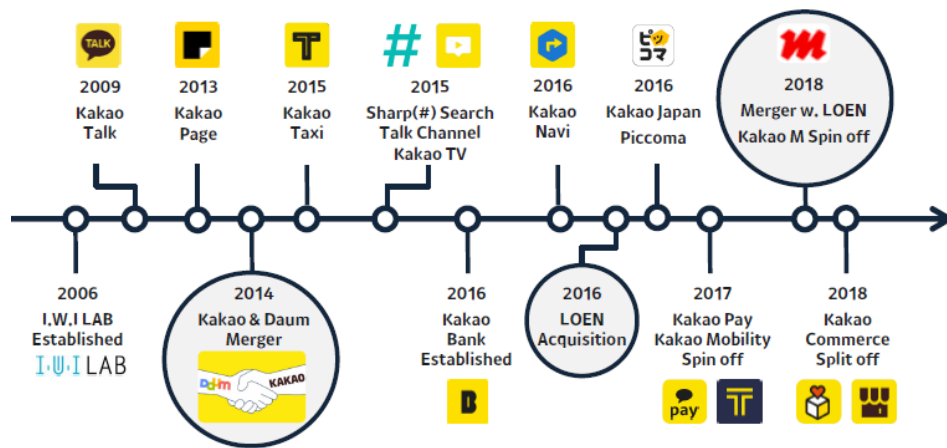
맞춤법 검사기	
형태소 분석기	
MRC	사용자 질의에 답을 찾아주는 검색기술
심슨	질문과 가장 유사한 의미의 정답을 찾아주는 기술

추천엔진

개인화 모델링	사용자 행동정보와 프로필, 통계정보를 바탕으로 취향,의도 예측하는 기술
콘텐츠 모델링	음악, 텍스트, 이미지, 동영상 기반 콘텐츠 분석 기술
맥락 모델링	적재적소 필요한 콘텐츠, 정보 제공 기술

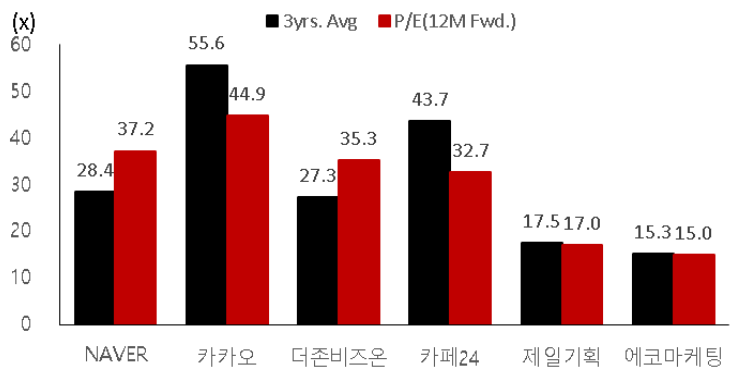
자료: 카카오, SK 증권

Kakao History

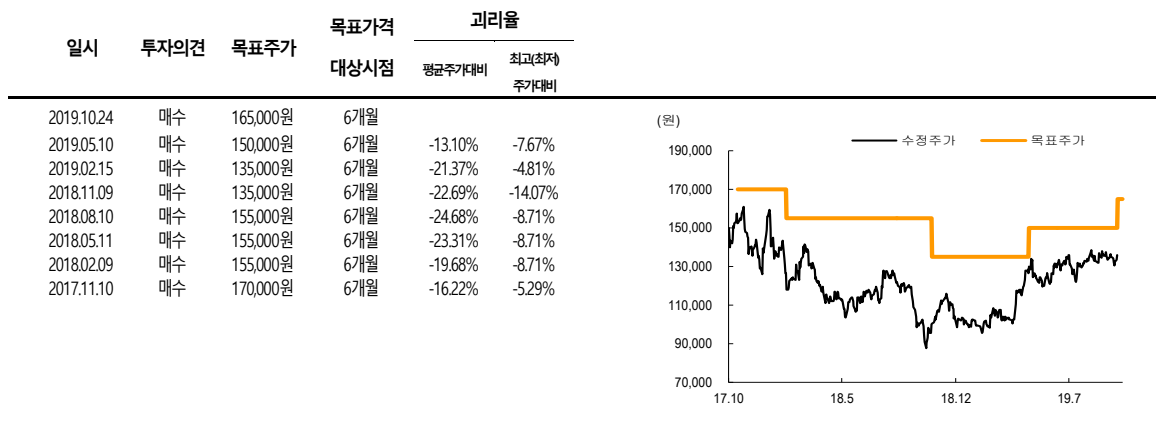


자료 : 카카오, SK 증권

국내 주요 Communication Services 기업군 P/E Valuation



자료 : Quantwise, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 24 일 기준)

매수	87.67%	중립	12.33%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,993	2,859	3,678	4,469	5,360
현금및현금성자산	1,117	1,247	2,248	2,931	3,714
매출채권및기타채권	179	194	239	285	331
재고자산	22	36	44	53	61
비유동자산	4,356	5,101	5,097	4,847	4,594
장기금융자산	211	543	556	556	556
유형자산	271	315	290	199	137
무형자산	3,690	3,865	3,825	3,729	3,638
자산총계	6,349	7,960	8,774	9,316	9,954
유동부채	1,041	2,039	2,569	2,909	3,242
단기금융부채	177	623	824	824	824
매입채무 및 기타채무	280	461	568	679	787
단기충당부채	2	4	4	5	6
비유동부채	846	293	469	445	460
장기금융부채	621	45	246	246	246
장기매입채무 및 기타채무	47	46	53	59	59
장기충당부채	36	48	57	67	82
부채총계	1,887	2,332	3,039	3,354	3,702
지배주주지분	4,029	5,137	5,322	5,607	5,955
자본금	34	42	42	42	42
자본잉여금	3,604	4,648	4,662	4,662	4,662
기타자본구성요소	-6	1	6	6	6
자기주식	-1	-1	0	0	0
이익잉여금	403	453	604	872	1,204
비지배주주지분	434	490	414	356	296
자본총계	4,463	5,627	5,736	5,962	6,252
부채외자본총계	6,349	7,960	8,774	9,316	9,954

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	391	534	837	699	795
당기순이익(손실)	153	131	151	213	277
비현금성항목등	161	148	247	409	405
유형자산감가상각비	61	68	106	90	62
무형자산감가상각비	69	67	75	156	150
기타	50	52	58	-7	0
운전자본감소(증가)	80	397	554	200	236
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-1	-114	-46	-46
재고자산감소(증가)	1	-9	-10	-9	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	154	112	111	108
기타	78	253	566	144	181
법인세납부	-3	-141	-116	-124	-121
투자활동현금흐름	-385	-1,288	229	-9	2
금융자산감소(증가)	-269	-909	340	0	0
유형자산감소(증가)	-72	-85	-51	0	0
무형자산감소(증가)	-28	-45	-59	-59	-59
기타	-15	-249	-1	50	61
재무활동현금흐름	-208	663	-76	-7	-13
단기금융부채증가(감소)	-188	-143	-111	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	3	-19	0	0
자본의증가(감소)	-1	1,053	7	0	0
배당금의 지급	-16	-12	-10	0	0
기타	-3	-239	58	-7	-13
현금의 증가(감소)	475	130	1,001	683	784
기초현금	642	1,117	1,247	2,248	2,931
기말현금	1,117	1,247	2,248	2,931	3,714
FCF	506	407	417	685	714

자료 : 카이오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,972	2,417	3,034	3,669	4,255
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,972	2,417	3,034	3,669	4,255
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,807	2,344	2,859	3,292	3,786
영업이익	165	73	175	376	469
영업이익률 (%)	8.4	3.0	5.8	10.3	11.0
비영업손익	-12	58	-5	-69	-71
순금융비용	-3	-32	-28	-37	-48
외환관련손익	-13	22	13	13	13
관계기업투자등 관련손익	13	21	-38	-126	-132
세전계속사업이익	153	131	171	307	398
세전계속사업이익률 (%)	7.8	5.4	5.6	8.4	9.4
계속사업법인세	28	115	65	94	121
계속사업이익	125	16	106	213	277
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	125	16	106	213	277
순이익률 (%)	6.3	0.7	3.5	5.8	6.5
지배주주	109	48	160	268	333
지배주주귀속 순이익률(%)	5.51	1.98	5.29	7.31	7.82
비지배주주	17	-32	-55	-55	-56
총포괄이익	119	24	119	226	289
지배주주	103	59	177	284	349
비지배주주	16	-35	-58	-58	-59
EBITDA	295	208	356	623	681

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	34.7	22.6	25.5	20.9	16.0
영업이익	42.4	-55.9	140.1	115.0	24.5
세전계속사업이익	52.9	-14.8	30.5	80.2	29.6
EBITDA	28.4	-29.6	71.1	74.9	9.4
EPS(계속사업)	83.3	-61.7	212.5	67.1	24.0
수익성 (%)					
ROE	2.9	1.0	3.1	4.9	5.8
ROA	2.1	0.2	1.3	2.4	2.9
EBITDA마진	15.0	8.6	11.7	17.0	16.0
안정성 (%)					
유동비율	191.5	140.2	143.2	153.6	165.3
부채비율	42.3	41.5	53.0	56.3	59.2
순차입금/자기자본	-20.2	-30.9	-35.7	-45.8	-56.2
EBITDA/이자비용(배)	26.3	22.2	26.5	46.3	50.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,601	613	1,917	3,203	3,972
BPS	59,332	61,602	63,456	66,848	71,008
CFPS	3,516	2,342	4,076	6,142	6,512
주당 현금배당금	148	127	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	100.5	260.1	72.3	43.2	34.9
PER(최저)	47.5	142.9	49.9	29.9	24.1
PBR(최고)	2.7	2.6	2.2	2.1	2.0
PBR(최저)	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4
PCR	39.0	44.0	33.4	22.1	20.9
EV/EBITDA(최고)	35.6	46.9	28.1	14.8	12.3
EV/EBITDA(최저)	-1.4	29.4	17.9	9.0	7.0

memo
