



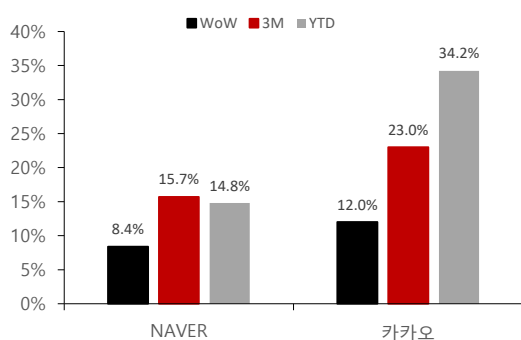
IT 서비스, 하반기 주목해야 할 포인트 #NAVER #카카오

2020-05-12

IT 서비스업종 - 1Q20 실적 시즌 내 플랫폼 양사의 리레이팅

- IT 플랫폼 양사의 1분기 실적은 '어닝 서프라이즈'로 종료(4/23 NAVER, 5/7 카카오)
 - NAVER 1Q20 영업수익 1조 7,321억원(+14.6% y-y), 영업이익 2,215억원(+7.4% y-y, OPM 12.8%), 지배지분순이익 1,848억원(+42.5% y-y, NPM 10.7%): 영업익 기준 cons 대비 +15%, SK 추정치 부합
 - 카카오 1Q20 영업수익 8,684억원(+23% y-y), 영업이익 882억원(+219% y-y, OPM 10.2%), 지배지분순이익 775억원(+182% y-y, NPM 8.9%): 영업익 기준 cons 대비 +20%, SK증권 추정치 대비 +15% 상회
- 연초대비(YTD): KOSPI -11.5%, NAVER(+14.8%), 카카오(+34.2%)
최근 3개월: KOSPI -12.0%, NAVER(+15.7%), 카카오(+23.0%)
최근 1주일: KOSPI -0.1%, NAVER(+8.4%), 카카오(+12.0%)

네이버 / 카카오 연초 이후 주가 수익률



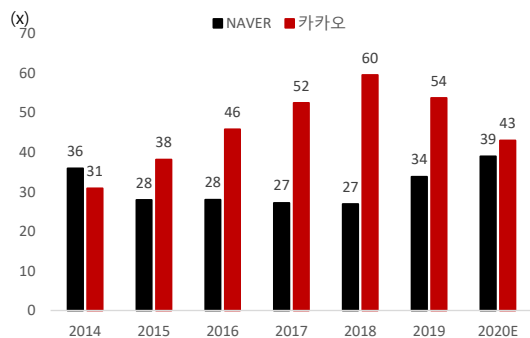
- IT 서비스 Top-pick 변경: 2H19('19년 5월 기점) NAVER
▷ 1H20('20년 1월 기점) 카카오 ▷ 2H20 최선후주?

- 양사 1분기 실적은 기대치를 상회했고, 이는 상당 부분 주가에 기반영: 단기 관점 밸류에이션 매력 제한적

- Top-pick 조정과 추가 리레이팅을 위해 점검해야 할 제반 요소 잔존

자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

네이버 / 카카오 Historical Valuation



자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터

주: 12M Fwd.

- 5개년 평균 P/E Valuation: NAVER 29x, 카카오 50x

- 12M Fwd. P/E: NAVER 39x, 카카오 각 43x

- NAVER는 히스토리컬 상단 수준: '13년 10월(40x), '13년 12월(45x), '14년 3월(42x), '19년 12월(41x)

- 카카오는 히스토리컬 중하단 수준: '15년 8월(45x), '16년 5월(44x), '16년 10월(50x), '18년 9월(76x), '19년 11월(43x)

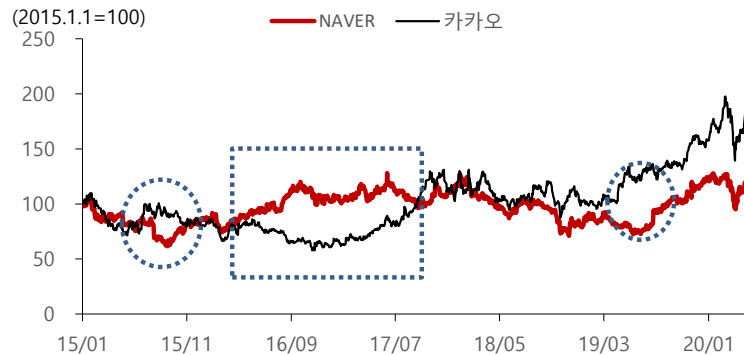
Historical Valuation 기준 – NAVER는 상단, 카카오는 중하단

1. 카카오 밸류에이션 '아직도' 매력적: 12M Fwd. P/E 43x로 5개년 평균 대비 14% 디스카운트, 전년 대비 20% 디스카운트 거래 중
2. NAVER는 밸류에이션 매력 '제한적': 12M Fwd. P/E 39x로 5개년 평균 대비 34% 프리미엄, 전년 대비 14% 프리미엄 부여 중
3. 그렇다면, 양 사 디커플링(Decoupling) 될 것인가?

과거 사례에 비추어 보아, 아래 네 가지 사안이 '방향키'

- 양 사가 통상적 수익성 gap에서 크게 벗어났는가? (o)
- 양 사가 통상적 Valuation gap에서 크게 벗어났는가? (Δ)
- NAVER의 LINE pay 마케팅비 지출이 큰 폭 상승했는가? (x)
- 양 사 지역 커버리지의 변화가 있었는가? (x)

NAVER / 카카오 양사의 2015 년 이후 주가 트렌드



자료 Bloomberg, SK 증권 리서치센터

MAU 지표에서 훨씬 유리한 '카카오'가 2016/17 년 NAVER 대비 약세였던 이유

1. 카카오, 절대적인 수익성 지표의 열세 ▶ 1Q20 격차 축소

- 카카오의 연간 이익 규모는 NAVER의 10%~29% 수준 ▶ 1Q20 40%
- 카카오, 높은 판관비율(지난 5개년 90%를 상회)로 과거 OPM이 low~high single 정보
- 반면, NAVER는 5개년 평균 OPM 21.2%이며, 일본 현지 LINE pay 마케팅 비용이 부담스러웠던 지난 해에도 10.8% 수익성 시현
- 1Q20 OPM 기준 NAVER 12.8%, 카카오 10.2%: 양 사 모두 반등했으나, 카카오 더 큰 개선폭

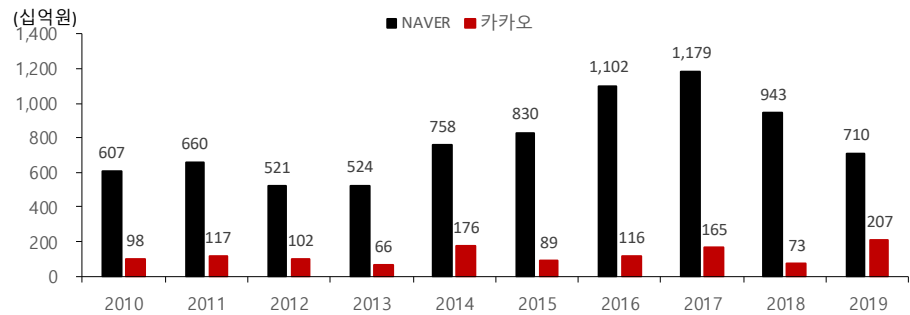
2. 카카오, 이미 높게 부여되어 온 밸류에이션 ▶ 1Q20 격차 축소

- NAVER의 최근 5개년 P/E Valuation 평균 29x. 반면, 카카오는 동 기간 50x 거래
- 1H19 NAVER의 LINE pay 마케팅비 지출 부담이 높아지며 이익률 하락 ▶ 최근 1년 안정화 단계
- : NAVER OPM '17년 25.2% ▶ '19년 10.8% ▶ 1Q20 12.8% (12M Fwd. P/E 39x)
- : 카카오 OPM '17년 8.4% ▶ '19년 6.7% ▶ 1Q20 10.2% (12M Fwd. P/E 43x)

3. NAVER의 지역 커버리지 확대 ▶ 지속 확대

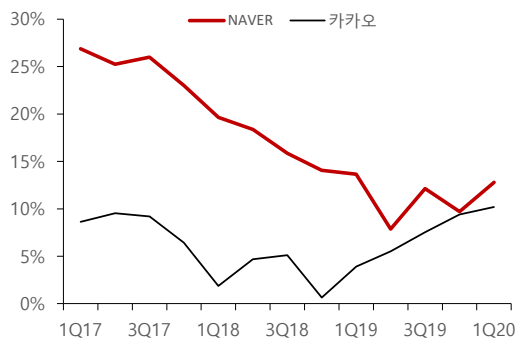
- 연결 기준 이익률이 낮아진 만큼, 일본/ASEAN + 미주/유럽 영향력 제고에 대한 기대감 높아진 상황
- NAVER MAU 약 3천8백만명, 자회사 LINE은 일본 MAU 8천4백만명을 포함한 4대 시장 MAU(대만 2천1백만, 태국 4천6백만, 인니 1천4백만명) 총 1.7억명. Stickness(DAU/MAU %) 79%로 강력한 고착성
- 네이버웹툰 글로벌 MAU 6,200만명이며, 북미 1위에 이어 지난 해 12월 유럽 공략(프랑스/스페인어)

NAVER / 카카오 양사의 지난 10년 간 영업이익 트렌드



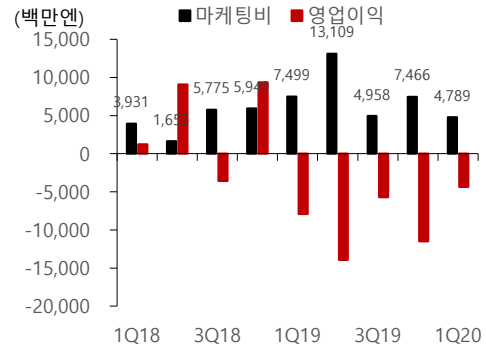
자료: NAVER, 카카오 SK 증권 리서치센터

양사 분기별 OPM - 카카오 높은 반등세



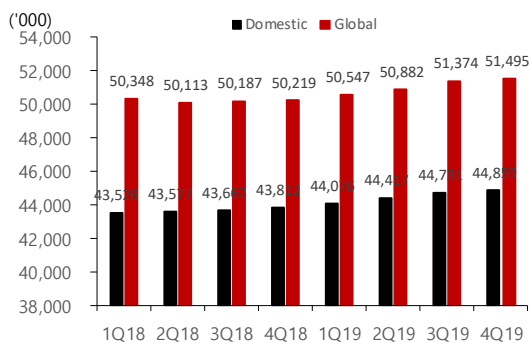
자료: 카카오, SK 증권 리서치센터

LINE 마케팅비 감축 기조 - NAVER 수익성 견인



자료: LINE, SK 증권 리서치센터

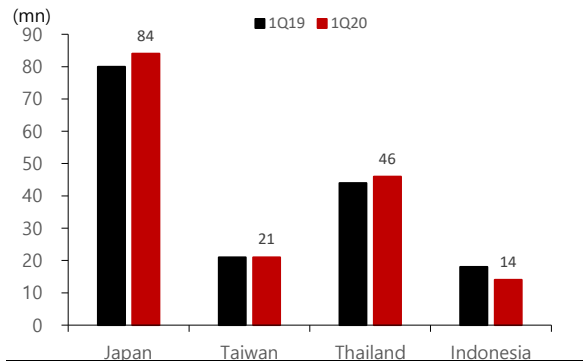
카카오톡 MAUs(Monthly Active Users)



자료: 카카오, SK 증권 리서치센터

주: MAU는 월 활성 이용자 수

LINE MAUs - Four Key Markets



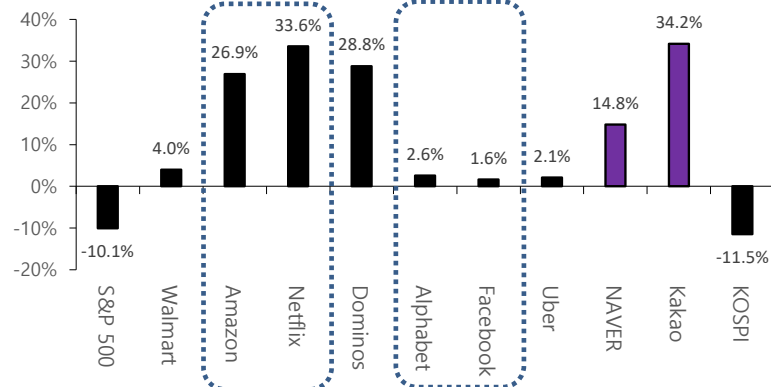
자료: LINE, SK 증권 리서치센터

주: MAU는 월 활성 이용자 수

플랫폼 기업군의 견고함은 비교국가적으로도 유효

1. YTD 기준 S&P 500 -13.3%, S&P 500 Retailing +3.4%, S&P 500 Internet Services +1.2%
 - ‘옴니채널’(Walmart) 그리고 ‘제왕적 이커머스’(Amazon), 리테일 섹터를 견인
 - 온라인 미디어(Netflix) 강세, Alphabet 선방으로 인터넷서비스 섹터 지수 양호
2. 다만 인터넷서비스 기업 내에서도 ‘광고’ 비즈니스 비중이 높은 Facebook은 시장 지수보다 큰 낙폭을 시현: 국내 NAVER의 경우 시장 대비 선방했으나 카카오보다 상대적 약세
3. 결론적으로, 사회적 거리두기와 언택트(Untact) 경제의 발현으로 외부활동은 감소했으며, 오프라인 객수의 감소가 온라인 트래픽 증가로 귀결. 홈코노미(Home+Economy) 경향성 뚜렷해졌으며, 이는 국내외 주요 지수를 통해 확인 가능

언택트 경제의 뚜렷한 지표: 인터넷서비스, 옴니채널, 이커머스와 온라인 미디어 약진

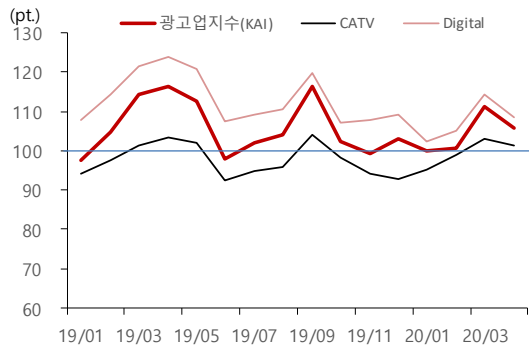


자료 Bloomberg, SK 증권 리서치센터

그러나 연초 이후, NAVER는 카카오 대비 열세 - 광고업의 난항

- 연간('19년) 광고시장 약 12조원(+3.9% y-y) 중 디지털 광고 4.5조원(+9.7% y-y)으로 38% portion: 온라인 검색 1조원, 온라인 디스플레이 6,934억원, 모바일 2.8조원 등으로 구성
- NAVER는 CPM(Cost Per Mile, 1천회 노출 기준) 광고 6천억원대, CPC/CPS 광고 약 2조원 매출을 차지하고 있고 전년까지 10%대 견조한 성장세 유지: NAVER의 디지털광고 M/S는 약 59%에 육박함. 다만, 1Q20E CPM 광고 성장률은 5%(y-y)대로 둔화될 것으로 전망
- LINE 역시 광고부문 약 1천2백억엔 매출액으로 연결 매출비중 63%를 상회하며 어카운트 광고 +high single, 디스플레이 광고 +40%대(y-y) 성장세 시현
- 현재의 NAVER는 광고 부문의 성장 둔화를 커머스, 콘텐츠 부문 고성장으로 상쇄하는 구조
 - 1) 네이버쇼핑 연 거래액은 18Y 약 15조원 > 19Y 21조원: 스마트스토어 입점 판매자 수는 30만 (v. 이베이코리아 40만)이며 판매수수료 3.0~5.8% 수준으로 오픈마켓(8~12%), 소셜커머스(5~15%) 대비 (셀러 확보 관점에서) 비교우위
 - 2) 이 같은 맥락에서 네이버페이 MAU는 1Q17 6백만명 > 현재 1천1백만명 수준으로 증가 (월 결제액 1.5조원)
 - 3) '20년 1분기 기준 스마트스토어 입점 업체 수 30만, 등록 상품 수 8억개, 1일 신규 등록 상품 수 700만 개(입점,등록,판매수수료 무료, 매출 연동 수수료 2%). 월 1,500만명의 구매자가 평균 12만원지출 (스마트스토어 GMV 연동 수수료와 광고 매출액이 비즈니스플랫폼 부문으로 인식)
 - 4) '20년 2월 브랜드스토어의 도입 : 필립스, 일룸, LG생활건강, 다우니, 록시땅, CJ제일제당 등 입점한 상태며 올해 200여개 브랜드 유치 목표
 - 5) 결국, NAVER가 지향하는 브랜드스토어는 D2C(Direct to Consumer)이며 알리바바의 타오바오와 T몰과 같은 형태
 - 6) 한편, 네이버웹툰 글로벌 MAU 6천만명(국내 약 2천300만명), DAU 1,550만명, 한/미/일 포함 전세계 100개국 웹툰 앱 1위이며 연 거래액 6천억원 상회 전망 + (V LIVE 누적 다운로드 8천만 이상) = 19Y 콘텐츠부문 66.5%(y-y)에 이어 20E 62.5%(y-y) 성장한 3,403억원 전망

횡보 중인 광고업지수, 연말연초 대비 개선

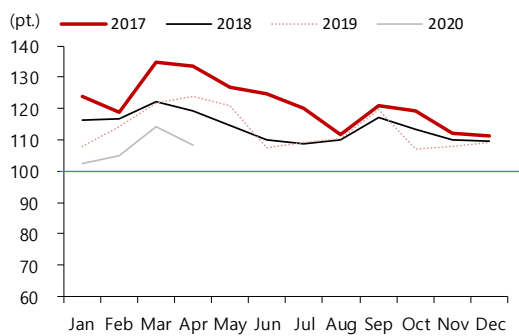


자료: KOBACQ, SK 증권 리서치센터

- '20년 4월 광고업지수는 105.7pt.로 전월 대비 -5.4pt. 하락했으며 '14~'17년 평균 110pt. 대비 미진하고, '18~'19년 105pt.에 준하는 상황

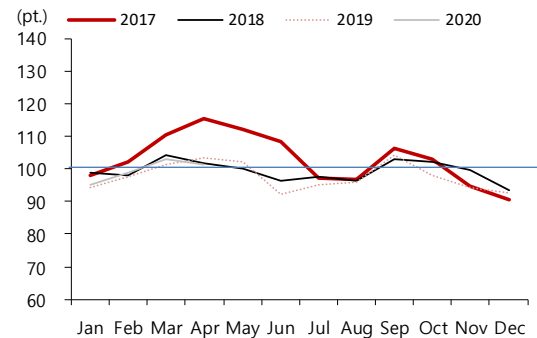
- 디지털(온라인/모바일) 108.5pt. 기록하며 부문 중 유일하게 100pt. 지속 상승

디지털 광고업지수, 선방했으나 히스토리컬 하단



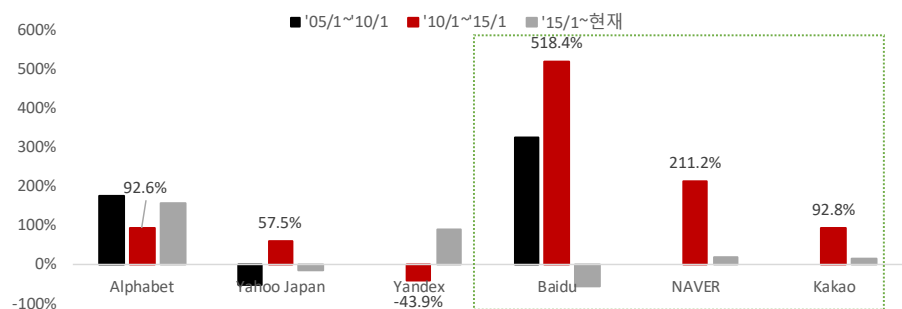
자료: KOBACQ, SK 증권 리서치센터

CATV 광고업지수, 전년 대비 선전



자료: KOBACQ, SK 증권 리서치센터

글로벌 플랫폼 확장기(2010년대), 지역 커버리지를 잠식당한 일본 vs. 수성(방어)한 중국/한국



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

주: 기간별 추가수익률 기준