| Initiate | 인터넷 · 플랫폼 | Overweight | 2023. 4. 26 |

플랫 폼 미쳤다

Part Ⅰ 폼 미쳤다, 플랫폼
Part Ⅱ 찾는 생활: AI로 레벨업
Part Ⅲ 사는 생활: 커머스 성장 찾기
Part Ⅳ 노는 생활: 콘텐츠 보물 창고
Part Ⅴ 결론 및 투자의견

eBEST
이 베스트투자증권

이베스트투자증권 **오린아**입니다.

인간의 삶은 플랫폼을 빼고 논하기가 어려워졌습니다.
인터넷 기술이 발전하고 손 안의 스마트폰으로 모든 연결이 가능해지면서,
생산/제조를 제외한 서비스 영역은 모두 인터넷 플랫폼으로 이동했기 때문입니다.

2023년 주목할 점은, 인터넷의 시작부터 지금까지 다양한 사업으로 확장하며 몸집을 키우고,
모바일의 확산과 코로나19로 수혜를 받았던 플랫폼 기업들이 자연스럽게 체질 개선 과정에 돌입했다는 것입니다.
특히 최근 생성 AI(Generative AI)가 화두로 떠오르면서, 그동안 우리 주위의 수많은 데이터를 수집해왔던
빅테크 플랫폼들은 우리 일상에서 더욱 중요한 역할을 하게 될 것으로 보입니다.

플랫폼들의 시작이 검색엔진이었든, 이커머스였든, 메신저였든, SNS였든 상관없이
이제 모두가 AI 개발과 경쟁에 뛰어들었습니다. 그동안 플랫폼 혁명으로 확보해 온 거대한 트래픽과
데이터셋을 기반으로 무엇을 어떻게 할 수 있는지, 어떤 사업에 접목시킬 것인지,
이를 통해 어떻게 수익화 할 지에 주목할 때입니다.

더불어 이커머스와 콘텐츠로까지 확장하는 국내 플랫폼들의 전략도 분석했습니다.
네이버는 Poshmark 인수로 해외 및 C2C 확장, 카카오는 선물하기 버티컬 시장 내 압도적 점유율을
기반으로 톡비즈 개편 효과를 극대화할 전망입니다. 더불어 해외 진출이 용이한 사업인 콘텐츠 부문에서는
네이버와 카카오 모두 웹툰 서비스로 영역을 확대해 왔고, IP 확보 작업을 최근 수년간 지속해왔습니다.
이를 통한 OSMU(One Source Multi Use) 전략 또한 살펴보았습니다.

금리 인상으로 플랫폼 업체들의 기업가치가 눌려있는 현재,
닷컴버블 시기에 살아남았던 기업들이 그 이후 폭발적인 성장을 이뤘다는 것에 주목해야 합니다.
플랫폼은 이미 우리 생활 속에 깊게 침투해 있는 만큼, 이 과정을 지나고 나면 또다른 승자가 탄생할 것으로
전망하기 때문입니다. 금번 자료를 통해 급변하는 플랫폼의 현재와 미래에 대해 깊게 이해하실 수 있길 바라며,
향후 인터넷/플랫폼 업종 투자 판단에 유의미한 도움이 되었으면 합니다.

유통/인터넷/플랫폼
Analyst **오린아**
02 3779 0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **5 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 폼 미쳤다, 플랫폼]

빅테크 기업들은 트래픽이 만들어내는 '네트워크 효과'를 기반으로 어떤 사업으로든 확장할 수 있게 되었습니다. 그동안 빅테크들이 높은 밸류에이션을 누릴 수 있었던 이유입니다. 다만 2022 년 금리 인상에 따른 할인율 상승, 유동성 축소, 안전자산 선호로 빅테크들은 외면당하게 되었습니다. 국내 대표 성장주인 네이버와 카카오도 비슷한 모습입니다. 그럼에도 주목할 점은, 인터넷의 시작부터 지금까지 다양한 사업으로 확장하며 몸집을 키우고, 모바일의 확산과 코로나 19 로 수혜를 받았던 플랫폼 기업들이 이번 시기를 통해 자연스럽게 체질 개선 과정에 돌입했다는 것입니다. 최근 생성 AI(Generative AI)가 화두로 떠오르면서, 그동안 우리 주위의 수많은 데이터를 수집해왔던 빅테크 플랫폼들은 우리 일상에서 더욱 중요한 역할을 하게 될 것으로 보입니다.

[Part II. 찾는 생활: AI 로 레벨업]

코로나 19 로 비대면 수요가 증가하며 함께 높아졌던 메타버스에 대한 관심은 명확한 비즈니스 모델 부재로 지난 2 년간 급격히 감소했습니다. 그리고 2023 년은 플랫폼들의 시작이 검색엔진이었든, 이커머스였든, 메신저였든, SNS 였든 상관없이 이제 모두가 Chat GPT 가 불지핀 AI 개발과 경쟁에 뛰어들게 됐습니다. 과거 네이버가 지식 iN 서비스를 도입하며 당시 야후, 라이코스, 엠파스, 코리아닷컴, 네이트 등을 단숨에 차별화로 눌러버린 때와 비슷한 변곡점이 발생할 수도 있다는 판단입니다. 네이버와 카카오 모두 AI 관련 수익 모델을 논하기에는 이른 시점이지만, 올해 양사 모두 관련 서비스를 공개할 예정이기에 주목할 필요가 있습니다.

[Part III. 사는 생활: 커머스 성장 찾기]

2023 년 이커머스 시장은 8~10% 수준의 성장이 예상돼, 과거 대비 성장 폭이 다소 둔화할 것으로 판단합니다. 한국 이커머스는 1)성숙 시장으로 진입했고 2)코로나 19 로 베이스가 높아졌으며, 3)리오프닝으로 인해 오프라인 소비 활성화라는 불리한 환경을 눈앞에 두고 있습니다. 이에 2023 년 이커머스 업체들 또한 무분별한 시장 점유율 확대 경쟁보다는 수익성에 집중할 전망입니다. 네이버는 Poshmark 인수로 해외 및 C2C 확장, 카카오는 선물하기 버티컬 시장 내 압도적 점유율을 기반으로 톡비즈 개편 효과를 극대화할 전망입니다.

[Part IV. 노는 생활: 콘텐츠 보물 창고]

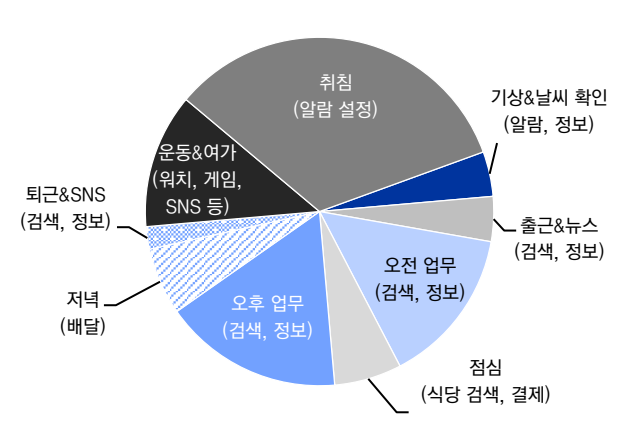
트래픽을 선점한 플랫폼들은 콘텐츠 기능도 흡수하며 사업 다각화와 영역 확장을 이루어냈습니다. 이는 큰 의미가 있는데, 검색 포탈이나 메신저로는 해외 확장이 어려운 반면 콘텐츠를 통한 해외 진출은 좀 더 용이하기 때문입니다. 네이버와 카카오 모두 웹툰 서비스로 콘텐츠 영역을 확대해 왔고, IP를 통한 OSMU(One Source Multi Use) 전략이 기대됩니다.

[Part V. 결론 및 투자의견]

플랫폼들은 체질 개선 중이고, 비우호적인 매크로 환경을 지나고 있습니다.
과거 닷컴버블 시기 살아 남았던 기업들이 폭발적인 성장을 이뤘다는 것은 주목해야 합니다.
현재도 비슷한 상황이기 때문입니다. 인터넷/플랫폼 업종 최선호주로 **NAVER** 를 제시합니다.

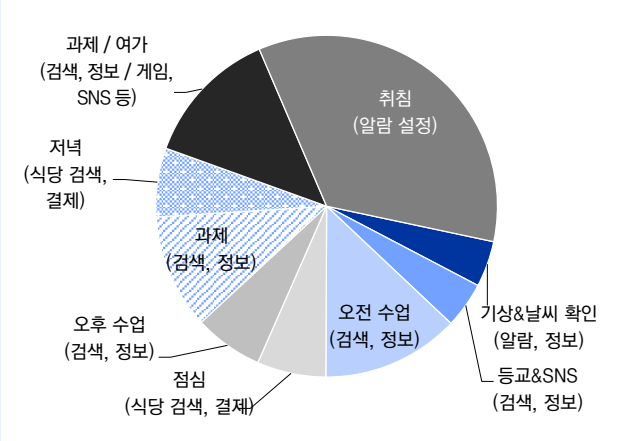
Key Charts

일하는 사람의 하루: 플랫폼과 함께



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

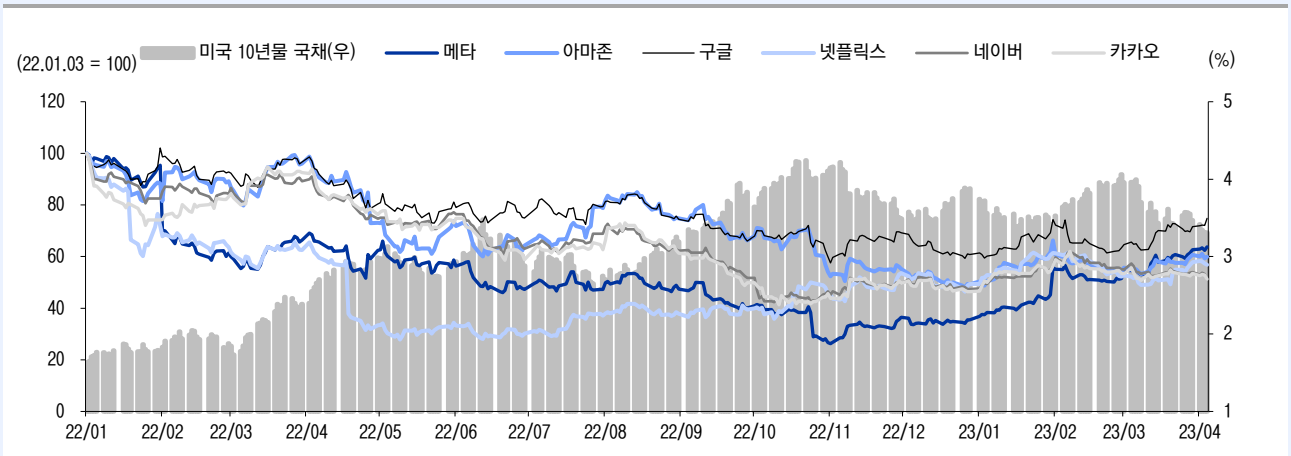
일하지 않는 사람(학생)의 하루: 플랫폼과 함께



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **인터넷 기술 발전 → 스마트폰으로 연결 가능 → 생산/제조 제외 서비스 영역은 모두 플랫폼으로 이동**
- **플랫폼 내 참여자가 많아질수록 기업의 선순환과 가치가 증대 → 네트워크 효과를 선점한 기업이 유리**

빅테크 기업 주가 vs. 미국 10 년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

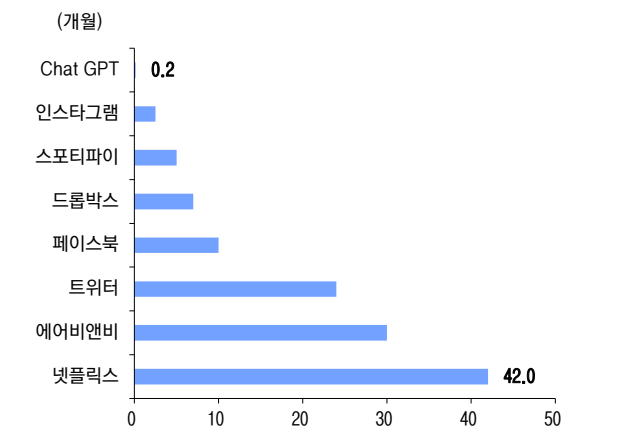
- **금리 인상, 할인율 상승, 유동성 축소 등으로 빅테크 플랫폼들이 외면당했던 2022 년**
- **그럼에도 불구하고 플랫폼들은 우리 삶에 지속적으로 침투 중, 생성 AI 로 더욱 중요한 역할 하게 될 것**

Key Charts

메타버스 전세계 검색량

자료: Google Trend, 이베스트투자증권 리서치센터

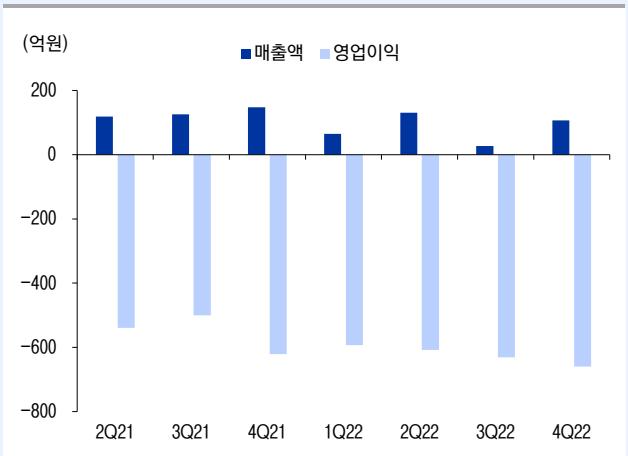
각 플랫폼별 MAU 100 만명 도달 소요 시간



자료: Google, Subredditstats, 이베스트투자증권 리서치센터

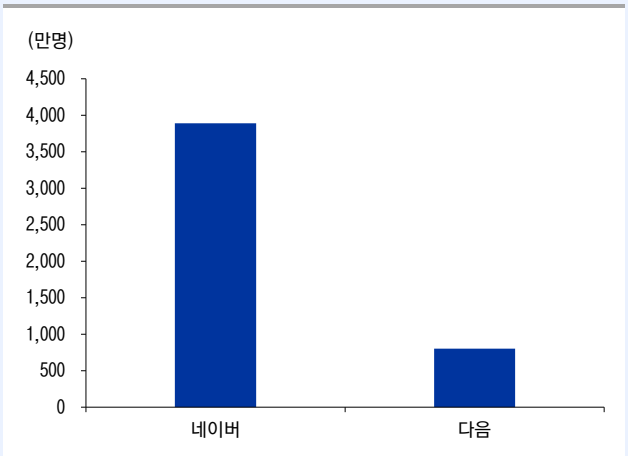
- **코로나 19 로 비대면 수요가 증가하며 함께 높아졌던 메타버스에 대한 관심은 급감**
- **플랫폼들의 시작이 무엇이었든 모두가 Chat GPT 가 불지핀 AI 개발과 경쟁에 뛰어든 상황**

네이버 Future Tech(클로바/랩스) 부문 실적 추이



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

다음 vs. 네이버 MAU: 카카오는 버티컬이 유리

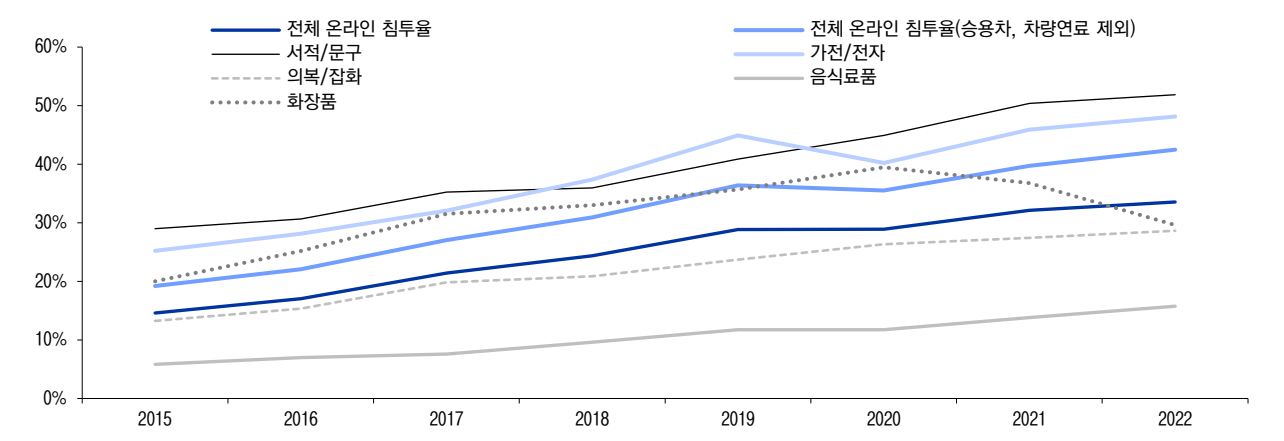


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **네이버와 카카오 모두 올해 AI 관련 서비스를 공개할 예정으로 주목할 필요**
- **네이버는 한국어에 강점이 있는 서치 GPT, 카카오는 버티컬 AI 서비스 런칭 예정**

Key Charts

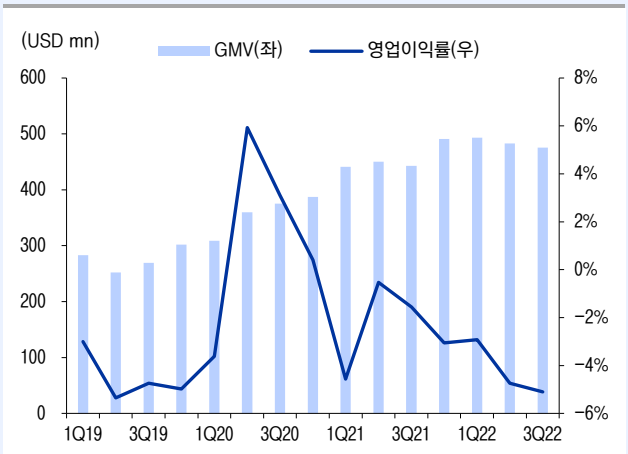
품목별 이커머스 침투율



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

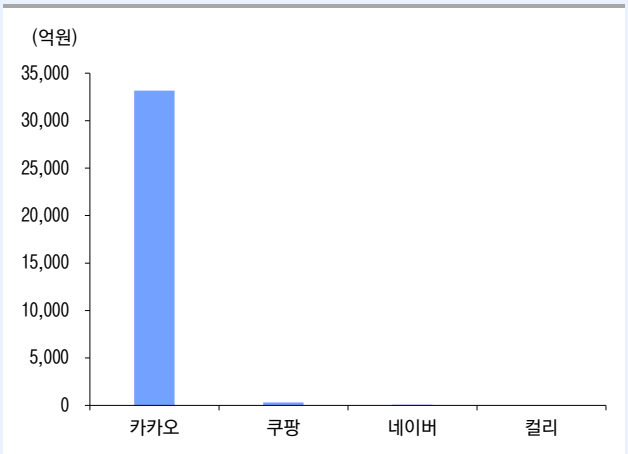
- **2023 년 한국 이커머스 시장은 8~10% 수준의 성장 예상, 과거 대비 성장 폭 다소 둔화 판단**
- **이커머스 업체들은 품목 다변화, 버티컬 서비스 강화, 해외 진출로 성장 동력 모색**

포쉬마크 분기별 실적 추이



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오 선물하기 거래액: 시장 내 압도적 점유율

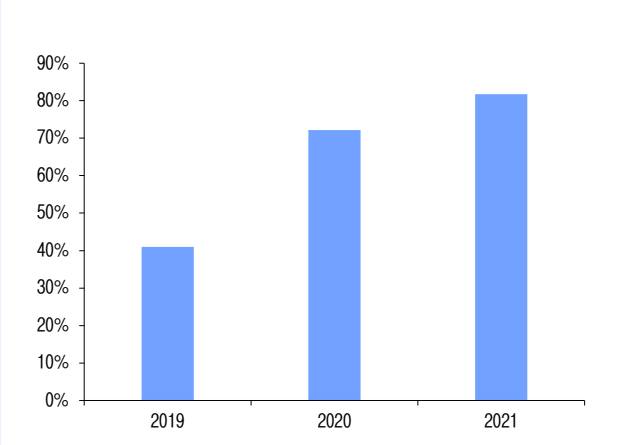


자료: 홍정민 더불어민주당 의원실, 이베스트투자증권 리서치센터

- **네이버는 C2C 시장 및 해외 사업 영역 확대를 위해 Poshmark 인수, 카카오는 선물하기 버티컬 강점**
- **포쉬마크는 비용 통제를 통한 적자 개선 전망, 카카오 친구탭 개편은 커머스 거래 증대에도 도움 줄 것**

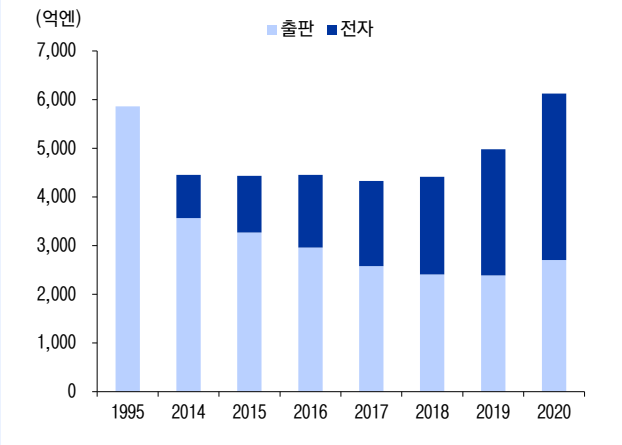
Key Charts

TV 에서 OTT 로: OTT 서비스 이용률 추이



자료: 정보통신정책연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

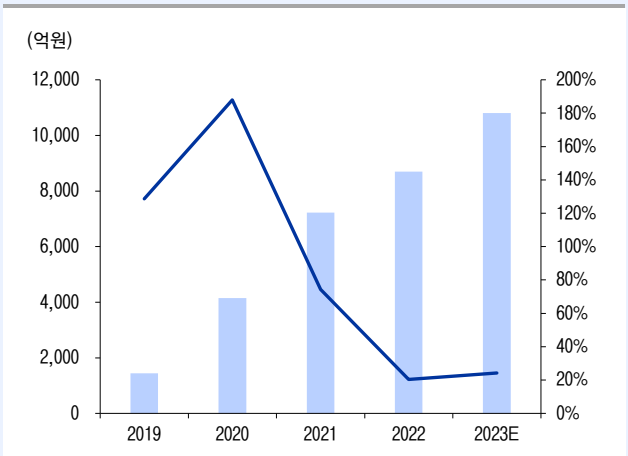
실물 책에서 모바일로: 일본 형태별 만화 시장 규모



자료: 出版科学研究所, 이베스트투자증권 리서치센터

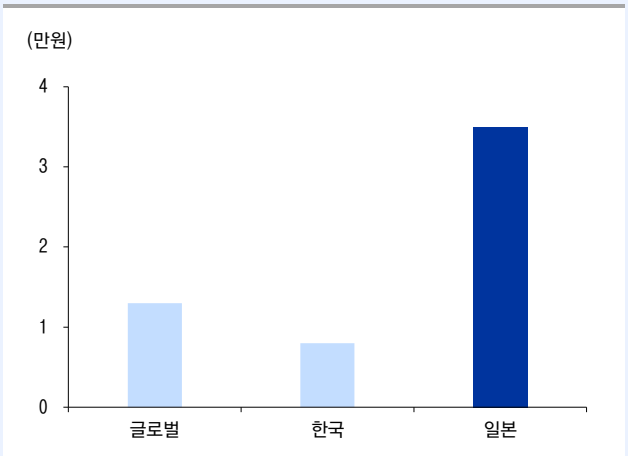
- **콘텐츠를 접하고 소비하는 행태는 모두 모바일로 이동 → 플랫폼이 콘텐츠 기능을 흡수**
- **검색 포탈이나 메신저로는 해외 확장이 어려운 반면 콘텐츠를 통한 해외 진출은 좀 더 용이**

카카오픽코마 거래액 추이 및 전망



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

네이버 웹툰 지역별 ARPPU



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

- **웹툰 플랫폼 사업은 네이버와 카카오의 캐쉬 카우 → IP 확보를 통한 추가 성장 기대**
- **네이버와 카카오 모두 IP 확보 및 IP 기반 영상화에도 집중할 전망 → OSMU 전략 확장 기대**

Industry In depth

인터넷/플랫폼

Overweight

플랫 폼, 미쳤다

날 잊었습니까 휴먼?

Contents

Part Ⅰ	폼 미쳤다, 플랫폼	9
Part Ⅱ	찾는 생활: AI로 레벨업	14
Part Ⅲ	사는 생활: 커머스 성장 찾기	33
Part Ⅳ	노는 생활: 콘텐츠 보물 창고	46
Part Ⅴ	결론 및 투자의견	60

기업분석

NAVER (035420)	64
카카오 (035720)	95

Part I

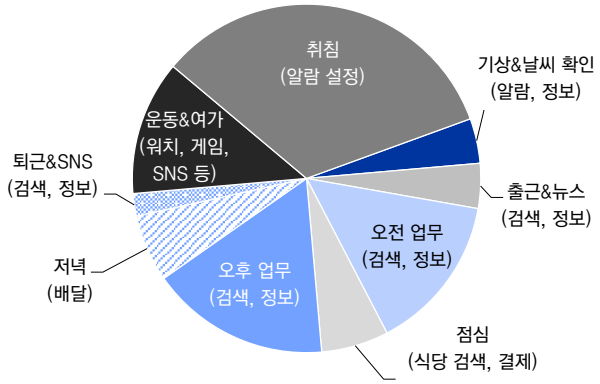
폼 미쳤다, 플랫폼

플랫폼은 저물지 않았다

플랫폼은 저물지 않았다

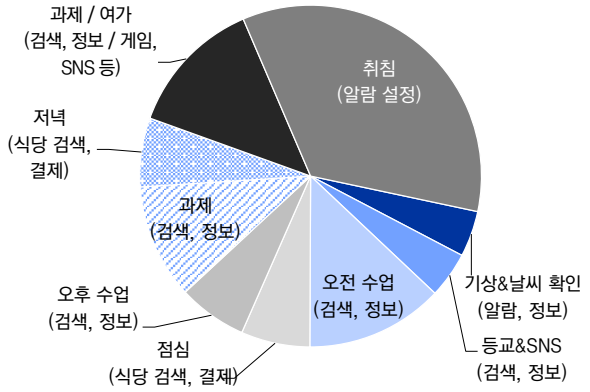
인간의 삶은 플랫폼을 빼고 논하기가 어려워졌다. 인간이 영위하는 생존(식사, 수면), 사회(대인관계, 상호작용), 교육/직업(학습, 업무, 지식 습득 및 전달), 여가(취미, 오락, 예술, 운동 등)까지 모두 플랫폼이 관여하고 있기 때문이다. 인터넷 기술이 발전하고 손 안의 스마트폰으로 모든 연결이 가능해지면서, 생산/제조를 제외한 서비스 영역은 모두 인터넷 플랫폼으로 이동했다. 우리 주변의 많은 활동이 인터넷 그리고 모바일을 통해 이뤄지고 있는 것이다.

그림1 **일하는 사람의 하루: 플랫폼과 함께**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

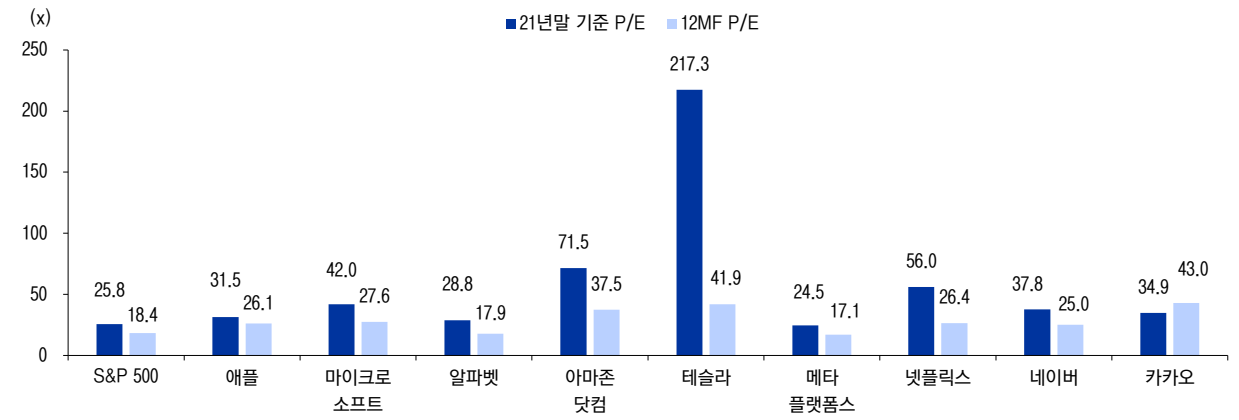
그림2 **일하지 않는 사람(학생)의 하루: 플랫폼과 함께**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

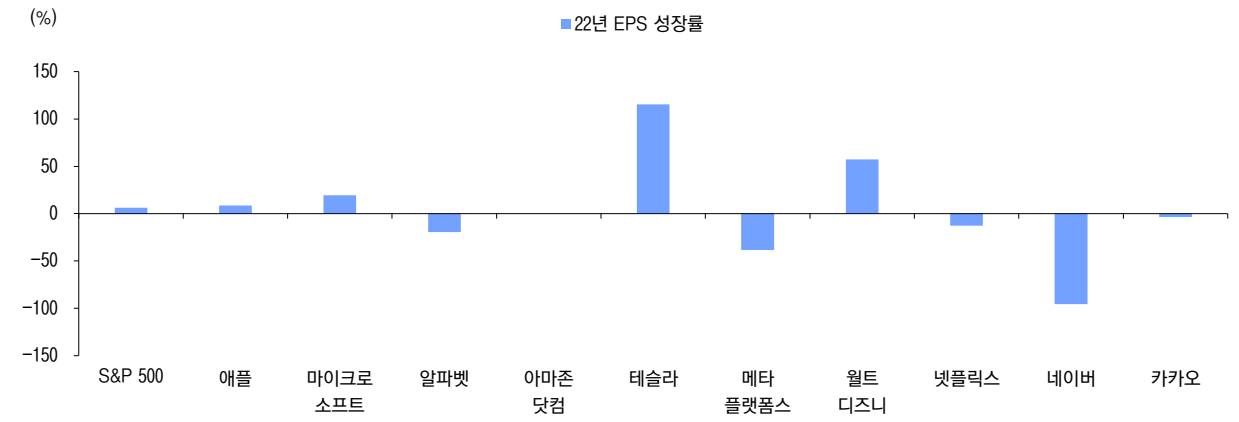
20세기 산업화 시대 독점 기업 성장의 기반이 됐던 규모의 경제는 '공급'과 관련이 있었다. 공급 규모가 크면 클수록 기업들의 생산원가 및 관련 비용이 떨어지는 효과가 나타났고, 이 효과가 기업들의 성장에 도움을 줬기 때문이다. 21세기 인터넷 플랫폼 업체들은 '수요'를 통해 이 효과를 내고 있다. 플랫폼 내 참여자(수요)가 많아질수록, 기업의 선순환과 가치가 증대되기 때문이다. 플랫폼들은 풍부한 사용자, 즉 트래픽이 만들어내는 '네트워크 효과'를 기반으로 어떤 사업으로든 확장할 수 있게 되었다. 그리고 이 효과를 선점한 기업들을 경쟁 업체들이 따라잡는 것은 매우 어렵다. 그동안 빅테크 기업들이 높은 밸류에이션을 누릴 수 있었던 이유다.

그림3 **빅테크 밸류에이션**



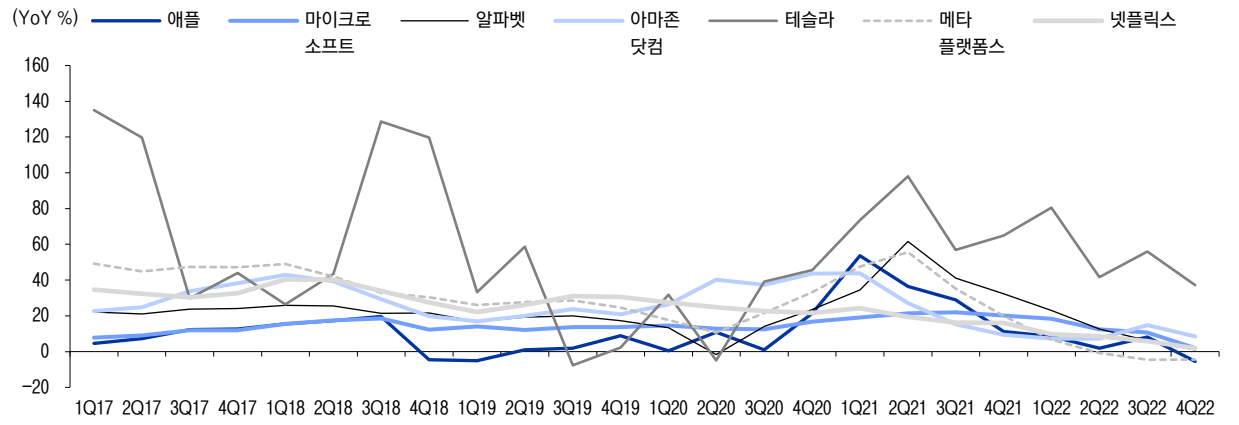
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 **빅테크 2022년 EPS 성장률**



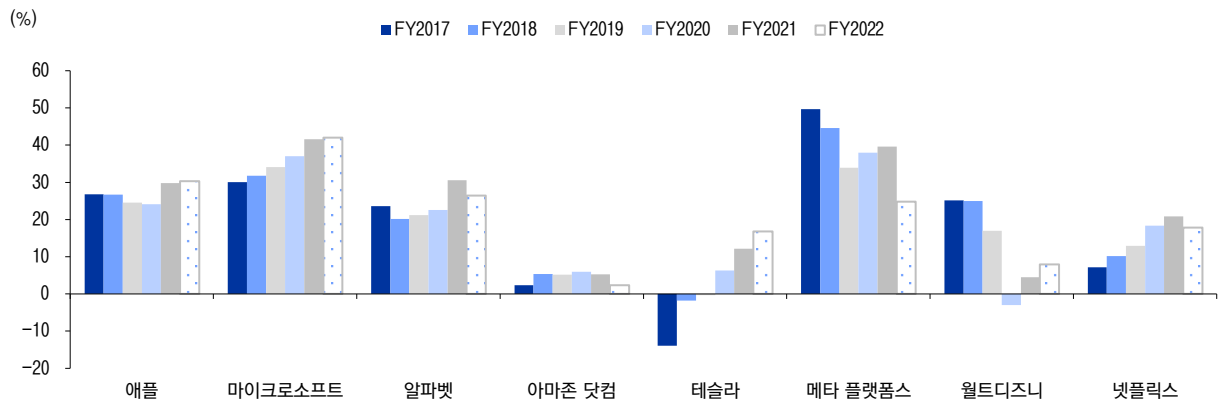
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 아마존닷컴은 적전

그림5 **주요 빅테크 분기별 매출액 성장률 추이**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 **주요 빅테크 영업이익률 추이**



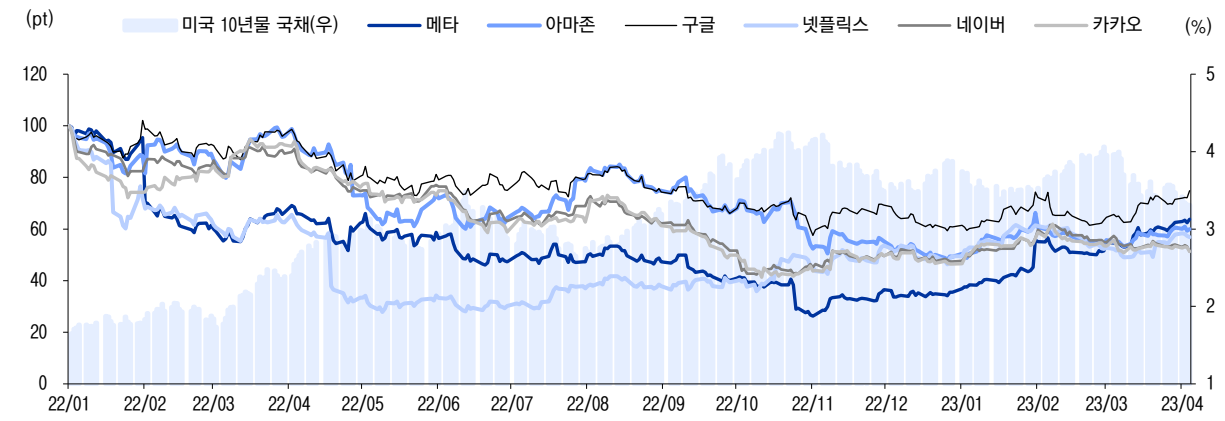
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

플랫폼은 오히려 진화하고 있을 뿐

2022년 Fed가 인플레이션에 맞서기 위해 금리를 인상하며 상황이 바뀌었다. 기업들의 할인율 상승, 유동성 축소, 안전자산 선호 등으로 빅테크들이 외면당했기 때문이다. 애플, 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타의 시가총액은 2022년 한 해 동안 3조달러가 증발했다. 고금리 기조 등으로 실적 부진 우려까지 커지면서, 빅테크들은 비용 절감에 나섰다. 지난 해부터 긴축 경영에 돌입하고 인력 구조조정을 단행했고, 부진 사업도 축소 중이다.

국내 대표 성장주인 네이버와 카카오도 비슷하다. 2022년 한 해동안 네이버와 카카오의 주가는 각각 52.8%, 53.6% 하락했다. 두 업체도 글로벌 빅테크와 마찬가지로 최근 경제 상황에 맞춰 비용을 절감하고 수익성에 집중하려 한다. 인터넷의 시작부터 지금까지 다양한 사업으로 확장하며 몸집을 키우고, 모바일의 확산과 코로나19로 수혜를 받았던 플랫폼 기업들은, 이번 시기를 통해 자연스럽게 체질 개선 과정에 돌입했다.

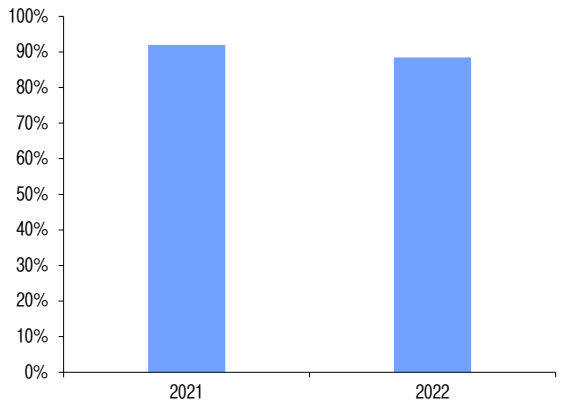
그림7 **빅테크 기업 주가 vs. 미국 10년물 금리 추이**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

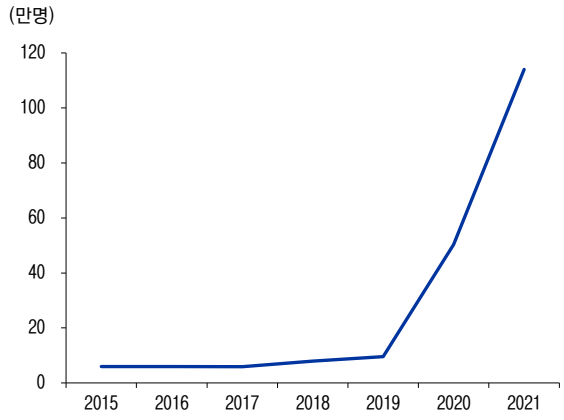
이처럼 플랫폼 업체들의 주가는 매크로 환경으로 하락했고, 밸류에이션 또한 금리 인상으로 프리미엄을 받기 어려운 상황이 되었다. 그럼에도 불구하고, 우리 삶에서 플랫폼 업체가 차지하는 비중은 변하지 않았다. 코로나19로 온라인 활동이 증가하면서 오히려 우리 삶에 더욱 침투했을 것으로 판단한다. 전세계 70억 인구가 온라인 그리고 플랫폼들을 통해 새롭게 할 수 있는 것을 발전시키고, 경험하고, 학습했던 시간이었기 때문이다. 더불어 최근 생성 AI(Generative AI)가 화두로 떠오르면서, 그동안 우리 주위의 수많은 데이터를 수집해왔던 빅테크 플랫폼들은 우리 일상에서 더욱 중요한 역할을 하게 될 것으로 보인다. 다시금 플랫폼 기업들에 주목할 때다.

그림8 **한국 2021 년 원격수업 경험 비중 92.0%**



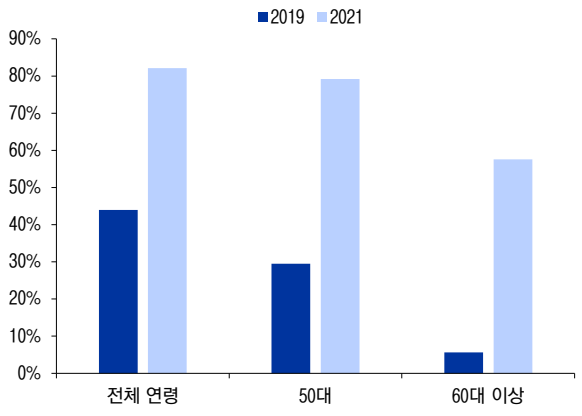
자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 **한국 재택근무자 수 추이**



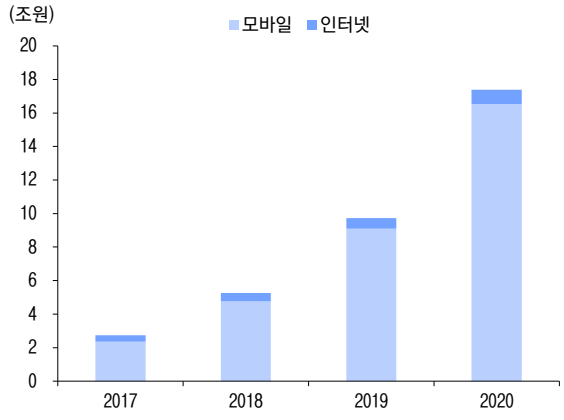
자료: 경제활동인구조사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 **한국 연령대별 디지털 소비 이용률 추이**



자료: 한국소비자원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 **온라인 음식 서비스 거래액 추이**



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

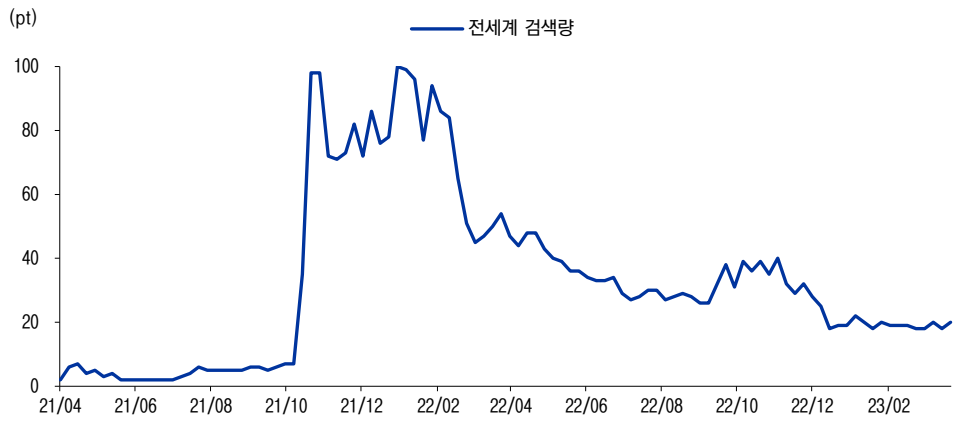
찾는 생활: AI 로 레벨업

잘가, 메타버스: 멀리 안나갑니다

그동안 즐거웠고 다음에 또 만나자

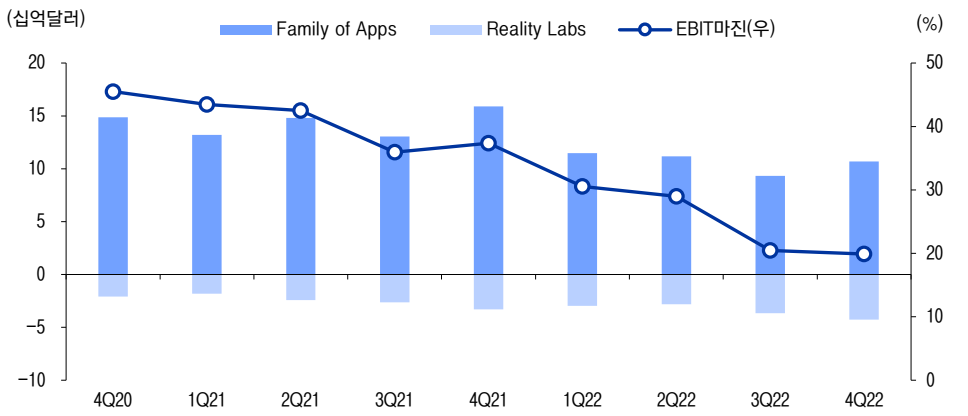
코로나19로 비대면 수요가 증가하며 함께 높아졌던 메타버스에 대한 관심은 2년이 지난 지금 급격히 감소했다. 구글 트렌드에 따르면, 메타버스 관련 검색량은 2022년 1월 100pt 기록 이후 2023년 4월 초 기준 18pt로 폭락했다. 사명까지 변경한 메타의 주가는 2022년 한 해동안 64% 하락했다. 메타는 그동안 메타버스 분야에 100억달러를 투자해 왔는데, 성과는 딱히 없었다. 메타 내 VR/AR 사업을 총괄하는 리얼리티 랩스의 2022년 영업손실이 137억달러에 달했기 때문이다. 이는 메타의 손실 중 역대 최대치다. 디즈니도 메타버스 부서를 폐쇄했으며, 마이크로소프트도 소셜 VR 플랫폼인 알트스페이스 서비스를 종료했다.

그림12 **메타버스 전세계 검색량**



자료: Google Trend, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 특정 지역 및 기간 기준 검색 빈도 가장 높은 경우 100, 한 단계 낮은 경우 75, 절반의 경우 50, 충분하지 않은 경우 25, 0 으로 나타냄

그림13 **메타(META) 부문별 영업이익**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **각 사 메타버스 관련 사업 종료 내용**

구분	내용
메타	- 21년 10월 사명 페이스북에서 Meta 으로 변경 - 22년 11월 11,000명 감원 및 23년 추가 10,000명 감원 예정 - 22년 메타버스 사업부 약 18조원 영업손실 기록 - 실적발표에서 메타버스 사업보다 AI 사업 강조
디즈니	- 22년 초 메타버스 준비팀 창설 - 23년 3월 7,000명 정리해고 선언, 메타버스 부서 인력 해고 · 사업 철수
MS	- 23년 1월 직원 1만명 감축 발표 - 17년 인수한 알트스페이스VR 플랫폼 3월 10일자로 서비스 종료

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

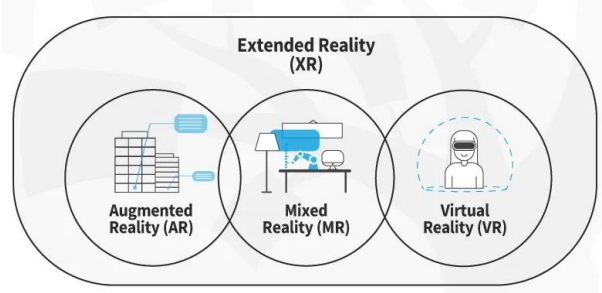
명확한 비즈니스 모델 필요

메타버스는 명확한 비즈니스 모델이 없다는 점이 가장 약점이었다고 판단한다. 팬데믹으로 인해 다양한 분야에서 활용되는 데에는 성공을 거두었지만, 수익 창출 모델이 딱히 없다. 메타버스를 구현하기 위한 기술적 요소들이 아직 완전히 발전하지 않았으며, AR/VR 기술을 바탕으로 하기 때문에 기기 구입에 대한 진입장벽도 존재했다. 10대 취향의 아바타 기반 메타버스는 나름 호조를 보이고 있지만, 그 외의 연령층을 유입시키는 것은 또다른 과제다. 올해 연내 애플이 혼합현실(VR+AR=MR) 헤드셋을 내놓을 예정이라 또다시 주목받을 순 있겠지만, 포브스에 따르면 애플 CEO 팀 쿡은 메타버스는 미래가 아니라 주장했으며, 혼합현실(Mixed Reality)에 더 집중하고 있다 밝혔다.

그림14 **애플 리얼리티 상표 출원**

자료: Apple, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 **XR 분야: AR, MR, VR 로 구성**



자료: Interaction Design, 이베스트투자증권 리서치센터

특이점이 온다: AI의 시대

1. 인간의 수고가 줄어든다

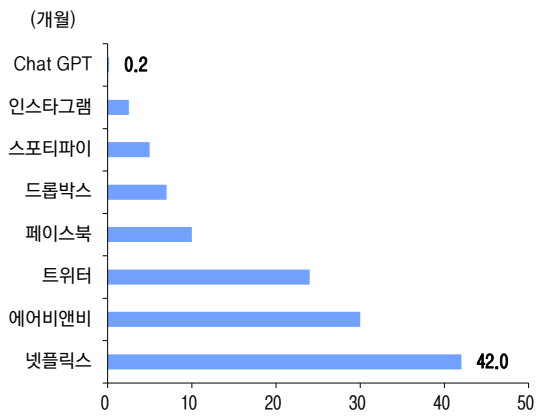
2022년 11월 OpenAI가 Chat-GPT를 공개하며 AI에 대한 시장의 관심이 급증했다. 그리고 이는 메타버스 열풍이 금세 사그라 들었던 현상과는 다소 다를 것이라는 판단이다. Chat-GPT를 필두로 한 생성 AI는 실제로 1)인간의 수고를 줄여줄 수 있고, 이 기능을 통해 플랫폼으로 2)이용자를 유입시킬 수 있기 때문이다. 수요가 분명히 존재하는 영역이므로, 이용자 확보를 통해 수익 창출 모델을 만들어 낼 수 있다는 뜻이다. 실제로 Chat-GPT는 출시 2개월 만인 23년 1월 월간 활성 사용자 수가 1억명을 돌파해 높은 관심과 수요를 증명했다.

표2 Chat GPT 버전 발전 추이

구분	출시일	파라미터	내용
GPT	2018	약 1.17억개	- GPT 시리즈의 첫 번째 버전으로, 트랜스포머 아키텍처 기반 - 비지도학습(Unsupervised learning)과 전이학습을 결합하여 학습 - 이를 통해 데이터를 다양한 자연어 처리 작업에 적용 가능
GPT-2	2019	약 15.4억개	- GPT-2는 GPT 대비 더 큰 데이터셋과 아키텍처를 활용하여 학습 - 강력한 텍스트 생성능력: 인터넷 기반 텍스트로 이루어진 WebText 데이터셋을 사용 - 이를 사용해 다양한 자연어 처리 애플리케이션을 개발할 수 있도록 코드와 모델이 공개
GPT-3	2020	약 1,750억개	- GPT-3는 이전 버전들보다 훨씬 더 큰 규모의 데이터셋과 파라미터 사용해 학습 - 텍스트 생성, 번역, 질문-답변 등 다양한 자연어 처리 작업에 강점 - 작업별로 미세조정 없이도 높은 성능을 보이는 'Zero-shot Learning'이 가능
GPT-4	2023	비공개	- GPT-4는 이전 버전과 달리 이미지 입출력 기능이 추가 - 유료 구독 서비스인 '챗GPT 플러스'를 통해 사용 가능 - 변호사 시험과 생물학 올림피아드에서 각각 상위 10%의 점수 기록
GPT-5	미정	미정	- GPT-5는 이미지와 더불어 비디오 입출력 기능 추가 예정

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 각 플랫폼별 MAU 100만명 도달 소요 기간



자료: Google, Subredditstats, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 2017년 구글의 논문에서 등장한 Transformer

Attention Is All You Need

Ashish Vaswani* Google Brain avaswani@google.com
Noam Shazeer* Google Brain noam@google.com
Niki Parmar* Google Research nikip@google.com
Jakob Uszkoreit* Google Research usz@google.com
Llion Jones* Google Research llion@google.com
Aidan N. Gomez* † University of Toronto aidan@cs.toronto.edu
Łukasz Kaiser* Google Brain lukaszkaiser@google.com
Illia Polosukhin* ‡ illia.polosukhin@gmail.com

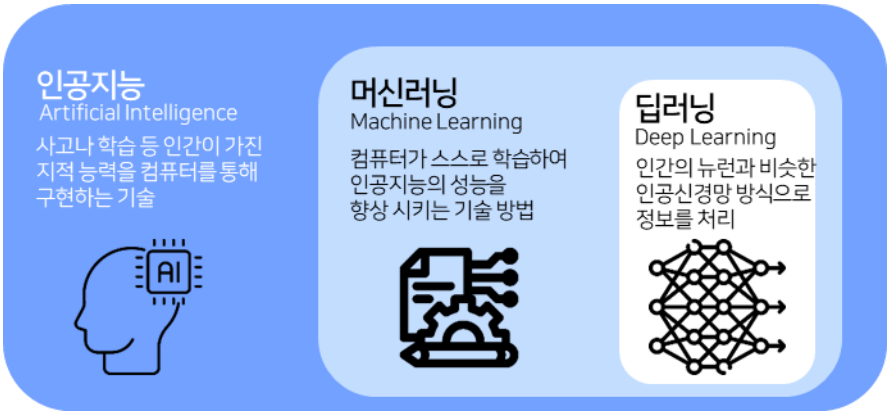
Abstract

The dominant sequence transduction models are based on complex recurrent or convolutional neural networks that include an encoder and a decoder. The best performing models also connect the encoder and decoder through an attention mechanism. We propose a new simple network architecture, the Transformer, based solely on attention mechanisms, dispensing with recurrence and convolutions entirely. Experiments on two machine translation tasks show these models to be superior in quality while being more parallelizable and requiring significantly less time to train. Our model achieves 28.4 BLEU on the WMT 2014 English-to-German translation task, improving over the existing best results, including ensembles, by over 2 BLEU. On the WMT 2014 English-to-French translation task, our model establishes a new single-model state-of-the-art BLEU score of 41.8 after training for 3.5 days on eight GPUs, a small fraction of the training costs of the best models from the literature. We show that the Transformer generalizes well to other tasks by applying it successfully to English constituency parsing both with large and limited training data.

자료: Google, 이베스트투자증권 리서치센터

과거 전통적인 '분석형 AI'는 미리 코딩을 해 둔 시나리오나 스크립트에 대해 정해진 답을 불러오는 기능이 대부분이었다. 말 그대로 데이터를 분석하고, 식별해서, 정해진 답을 내어주는 기능이다. 따라서 이는 반복되는 문의를 처리하는 챗봇이나 음성인식 AI, 번역 등의 기능만 수행할 수 있었다.

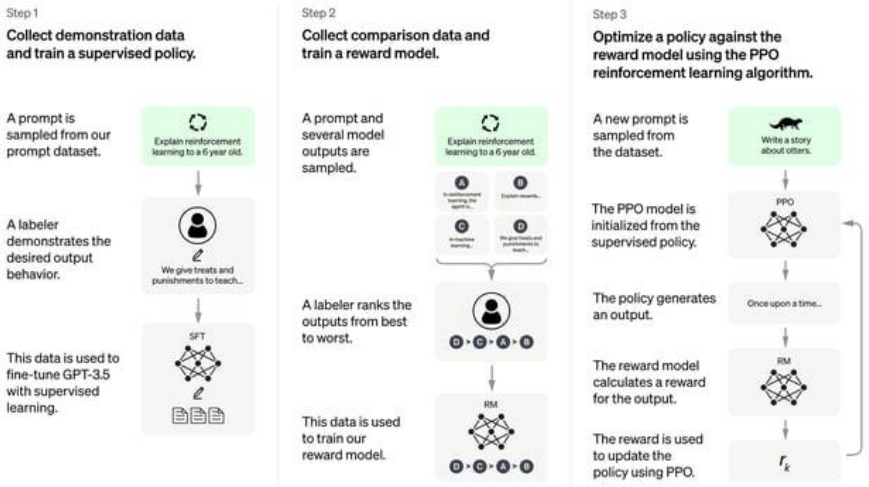
그림18 **인공지능 분류**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

'생성 AI'는 지시를 1)이해하고, 그에 따른 내용을 2)찾고, 정해진 답을 불러오는 것이 아니라 3)스스로 답을 찾아낸다는 점이 다르다. 실제로 인간이 일하는 방식과 동일한 과정이라는 데에 의미가 있다. 인간 고유의 영역이라고 여겨졌던 창작을 해 낼 수 있다는 뜻이기 때문이다. 이를 위해 생성 AI는 대규모 언어모델(LLM; Large Language Model)을 기반으로 하는데, GPT-3에는 1,750억개의 파라미터가 사용되었고, 3월 15일 발표된 GPT-4 버전은 미공개지만 파라미터가 100조개에 달한다고 업계에서는 추산 중이다. 참고로 인간의 뇌는 뉴런과 시냅스의 상호작용을 통해 인지하고, 학습하고, 기억하는 능력을 발현하는데, 시냅스는 수백조개로 알려져 있다.

그림19 **Chat GPT 학습 과정**

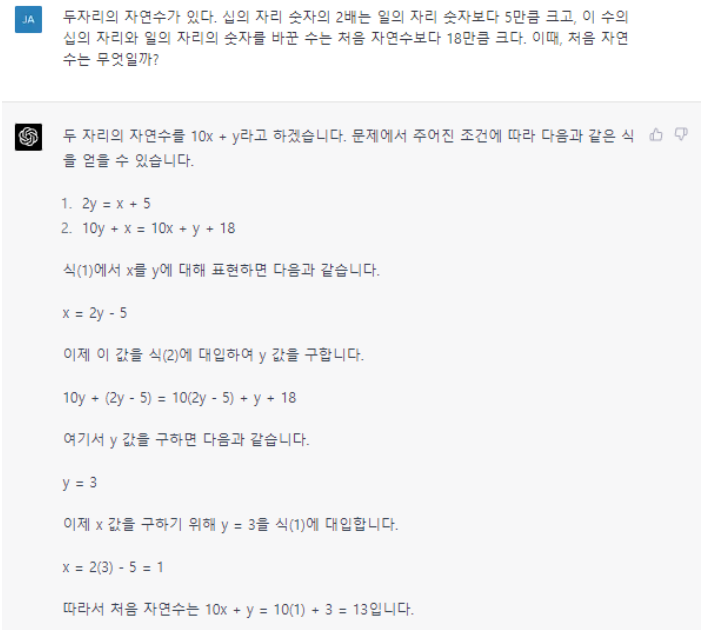


자료: OpenAI, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 구독 모델 → 플랫폼 트래픽 증대 → 체류시간

물론 Chat GPT는 그동안 엉뚱한 답을 내놓기도 했고, 언어 모델로 설계되어 있기 때문에 계산은 제대로 하지 못한다. 다만, 이용자로 하여금 제로 베이스에 시작하는 것보다는 더 빠르게 업무를 할 수 있게 효율을 제공한다. 그리고 이는 큰 강점이다. 이를 기반으로 가장 먼저 단순하게는 구독모델 도입을 통한 수익화 전략이 가능하기 때문이다. 검색 엔진에 도입 시 방대한 내용을 학습해 원하는 답을 빠르게 내주기 때문에 플랫폼 트래픽 확보에도 도움이 되고, 체류시간 증대를 통한 광고 수익 증가까지 기대할 수 있다.

그림20 **언어모델이기에 수학은 제대로 하지 못하는 Chat GPT: 정답은 79**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

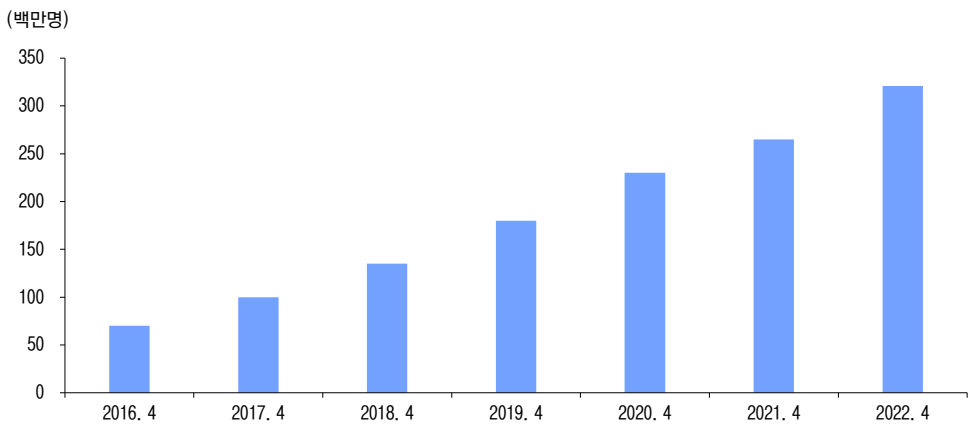
실제로 OpenAI에 투자한 마이크로소프트는 올해 3월, MS 오피스에 GPT-4를 탑재한 코파일럿(Copilot)이라는 서비스를 공개했다. MS 오피스에서 VBA 언어 사용 없이 자연어로 명령을 내릴 수 있는 서비스다. 코파일럿은 아웃룩에서 이메일 초안을 작성해 주기도 하고, 사용자가 지시한 내용에 파워포인트 프레젠테이션도 만들 수 있다. MS 팀즈에서 회의에 늦었다면, 음성 인식 기능을 통해 지나간 회의 내용도 요약해준다. 개개인의 업무의 부담을 덜어주는 비서가 하나씩 생기는 것이라 봐도 무방하다. 현재 코파일럿은 소수의 기업 고객들을 대상으로 테스트 중이며, 일반 기업 및 개인에게는 추후 공개 예정이다. 구독료 또한 수개월 내에 공개하겠다 밝혔는데, 앞서 2월에 출시한 Github용 코파일럿 구독료가 월 19달러였다는 점을 고려하면 개인들도 접근이 용이한 수준의 구독료가 예상된다.

표3 **Office 프로그램별 코파일럿 주요 기능**

Office Tool	코파일럿을 통한 기능
워드	글 작성, 편집, 요약, 창작 사용자가 초안 수정 및 재작성 명령 가능
엑셀	추세 파악, 데이터 시각화, 자동 차트 생성 질문 기반으로 새로운 수식 제안
파워포인트	아이디어 텍스트를 PPT로 전환
아웃룩	받은 편지함 통합 관리 장문 이메일 요약, 답장 초안 제안
팀즈	회의 내용 실시간 요약 맥락에 따라 필요한 행동 제안

자료: Microsoft, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 **MS365 이용자수 추이**



자료: Microsoft, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 **코파일럿 PowerPoint:**
Press 미팅을 위한 10 페이지 발표 자료 만들어줘

자료: Microsoft, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 **코파일럿 Excel:**
이번 분기에 가장 수익성이 높았던 상품은 뭐야?

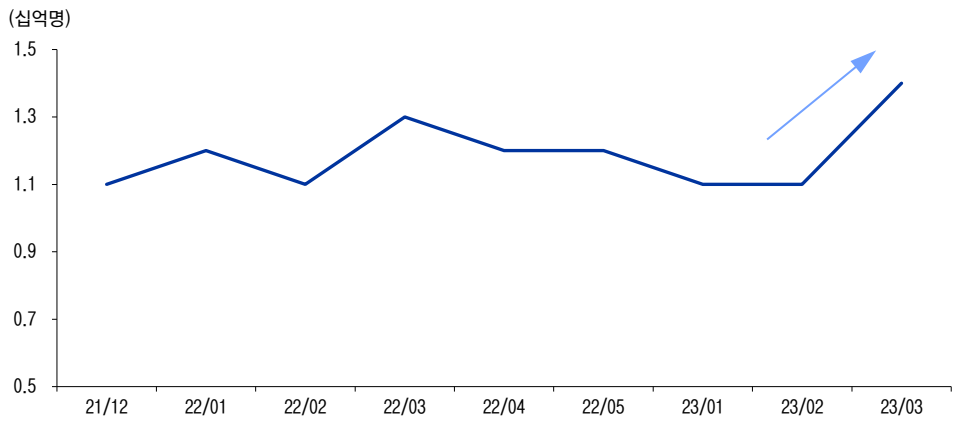
자료: Microsoft, 이베스트투자증권 리서치센터

이어서 마이크로소프트는 자사 검색엔진 빙(Bing)에도 GPT를 탑재해 검색 서비스를 개선하고 있다. 빙 외에도 마이크로소프트가 인수한 스카이프와 MS의 웹 브라우저 엣지에도 통합되어 구동된다. 한국으로 치면 네이버가 지식iN 서비스를 도입하며 당시 야후, 라이코스, 엠파스, 코리아닷컴, 네이트 등을 단숨에 차별화로 눌러버린 때와 비슷한 변곡점이 발생할 수도 있다는 판단이다.

그림24 **새로운 Bing 서비스**

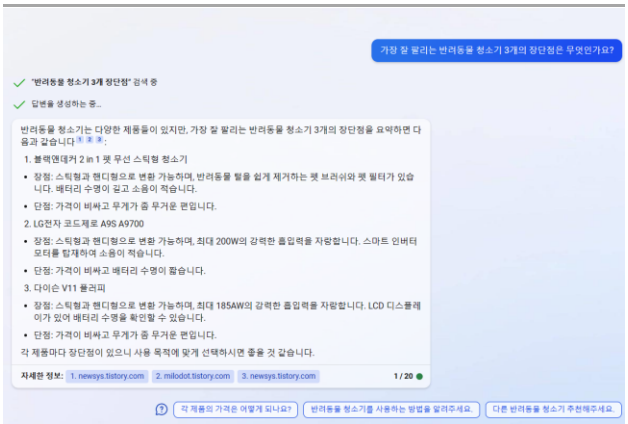
자료: Bing, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 **Bing 월간 방문자수 추이**



자료: Bing, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 **Bing: 정보를 수집하고, 정리해 줌**

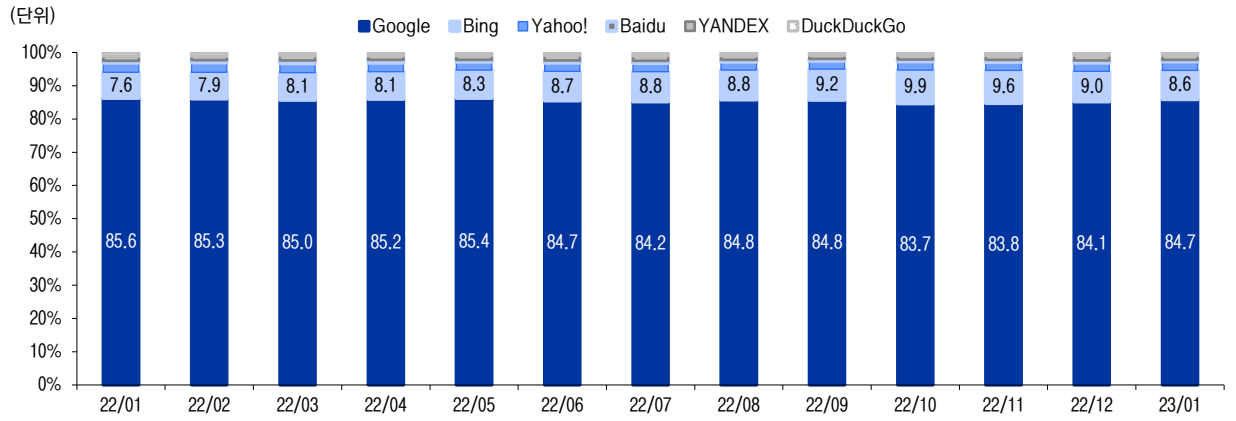


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 **Google: 원하는 결과를 위해서는 인간의 수고가 따름**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 **세계 주요 검색 엔진 데스크톱 시장 점유율**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

시작이 무엇이든, 이젠 같은 곳을 향한다

모두가 AI를 향한다

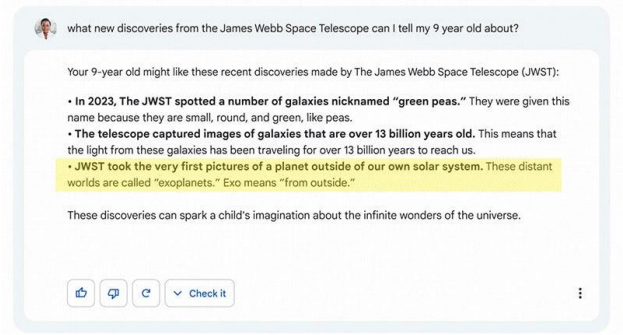
플랫폼들의 시작이 검색엔진이었든, 이커머스였든, 메신저였든, SNS였든 상관없이 이제 모두가 AI 개발과 경쟁에 뛰어들었다. 그동안 플랫폼 혁명으로 확보해 온 거대한 트래픽과 데이터셋을 기반으로 무엇을 어떻게 할 수 있는지, 어떤 사업에 접목시킬 것인지, 이를 통해 어떻게 수익화 할 지에 주목할 때다. 그동안 플랫폼들은 제공하는 서비스가 무엇이든지 간에 '지속해서 유입되고, 모여있는 사람들'을 통해 어떤 사업이든 확장해 왔었는데, 이제는 그 데이터를 활용하는 기술이 중요한 시기가 됐다.

구글은 람다를 기반으로 한 바드(Bard)를 공개했다. Chat GPT가 출시 2개월 만에 사용자 수 1억명을 돌파하자 검색 시장 경쟁력 유지를 위해 내놓은 생성 AI다. 구글은 2021년 5월 I/O 연례 개발자 컨퍼런스에서 람다(LaMDA)의 첫 버전을 공개했었고, 당시 람다는 문서 30억 개, 단어 1.6조개, 각종 뉴스, 위키피디아 문서, 블로그 게시물, 온라인 커뮤니티 자료 등을 학습했었다. 구글 AI 팀에서 람다의 차별적 언어 또는 증오 표현 생성에 대해 점검하는 업무를 담당했던 엔지니어 블레이크 르모인은 람다가 의식이 있다고 주장하기도 했다.

그림29 **Blake Lemoine: 구글의 엔지니어**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

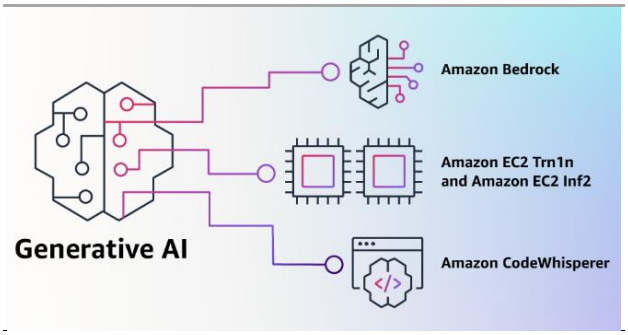
그림30 **바드: 제임스웹 망원경 답변 실수**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아마존도 참전했다. 아마존은 4월 초 자사의 거대언어모델 '타이탄(Titan)'과 이를 기반으로 한 클라우드 서비스 '베드록(Bedrock)'을 공개했다. 아마존의 타이탄 또한 자연어를 이해하고 생성할 수 있다. 텍스트에서 정보를 추출해 요약하거나 맞춤형 검색도 지원한다. 현재는 일부 고객사에 미리보기 방식으로만 지원되는 것으로 알려졌다. 파라미터나 서비스 이용료는 공개되지 않았다. 베드록의 특장점은 자사의 LLM인 타이탄 외에도 다른 AI 모델을 같이 이용할 수 있다는 점이다. 베드록에서는 스타트업 'AI 21'이 개발한 언어 모델과 구글이 지원하는 앤스로픽의 언어 모델, 스태빌리티 AI의 모델도 이용할 수 있다. 이처럼 클라우드 시장에서도 AI 관련 경쟁이 심화할 것으로 보인다.

그림31 베드록: AWS 기반 생성 AI



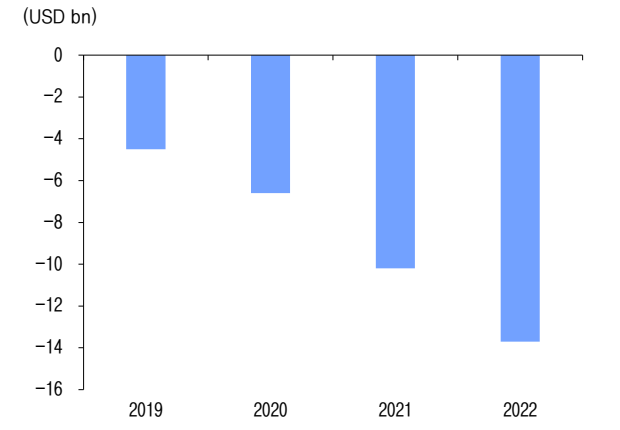
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 베드록: Foundation Model 을 선택 가능

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

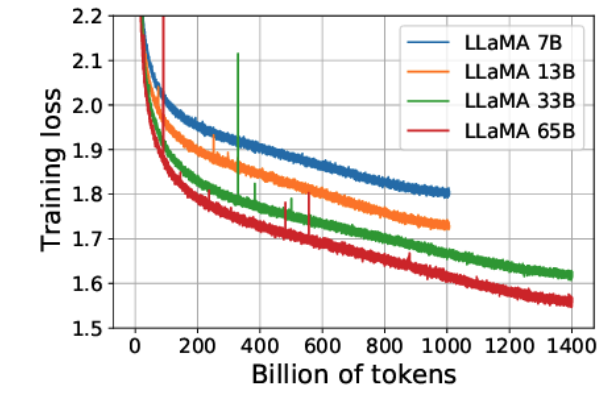
메타버스에 막대한 투자를 했던 메타마저도 생성 AI에 힘을 쏟고 있다. 지난 해 5월 LLM 'OPT-175B'를 공개한 이후 8월 이를 기반으로 '블랜더봇3'이라는 챗봇을 내놓았고, 11월에는 과학 논문 생성 AI '갤럭티카'도 출시했다. 이어 올해 2월 실적 발표 컨퍼런스 콜에서 마크 저커버그는 AI는 28번 언급한 반면, 메타버스는 7번 언급했다. 그는 "생성 AI는 현재 우리를 이끌 기술이고, 메타버스는 미래의 기술"이라 덧붙이기도 했다. 관련해 올해 2월 공식 블로그를 통해 대규모 언어모델 LLaMa(Large Language Model Meta AI)를 공개했는데, LLaMa는 70억개부터 650억개의 파라미터까지 여러 크기로 만들어졌다. Chat GPT나 구글의 LLM 대비 파라미터 개수는 적지만, 효율적인 고품질 데이터 훈련으로 더 적은 컴퓨팅 파워로도 좋은 성능을 낼 수 있다는 것을 강조하고 있다.

그림33 메타: 메타버스 사업부 영업손실 추이



자료: Meta, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 LLaMa: 다양한 모델크기, 커질수록 성능 향상

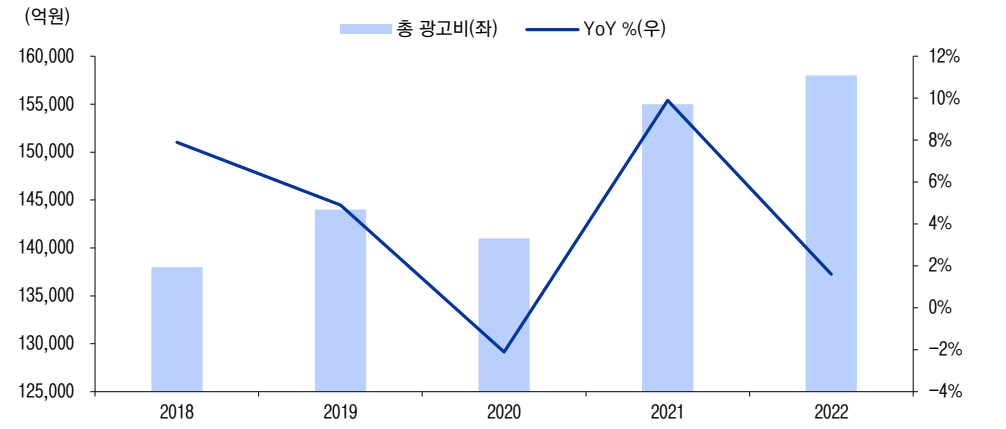


자료: Meta, 이베스트투자증권 리서치센터

한국도 속도를 낸다

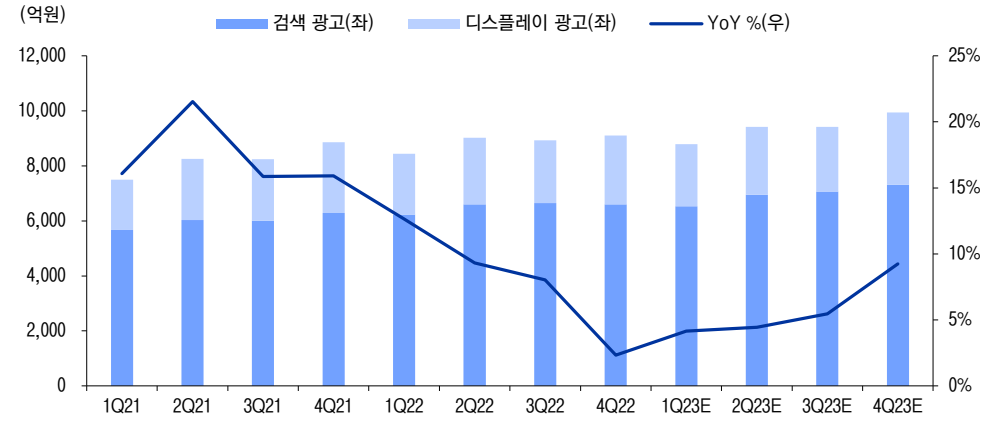
네이버와 카카오 모두 AI 관련 수익 모델을 논하기에는 이른 시점이라는 판단이지만 올해 양사 모두 관련 서비스를 공개할 예정이라 주목할 필요가 있다. 두 업체 모두 Chat GPT-3 대비 한국어 데이터 학습량이 월등하다는 강점이 있다. 양사는 모두 자체 초거대 AI(Large Language Model) 모델을 가지고 있으며, 이를 통해 검색 품질 향상에 따른 트래픽 확보와 광고 효율성에 도움을 줄 것으로 전망한다. 두 업체의 사업에서 가장 중요한 사업부 중의 하나가 광고이기 때문이다.

그림35 **국내 총 광고비 추이 및 전년대비 증감률**



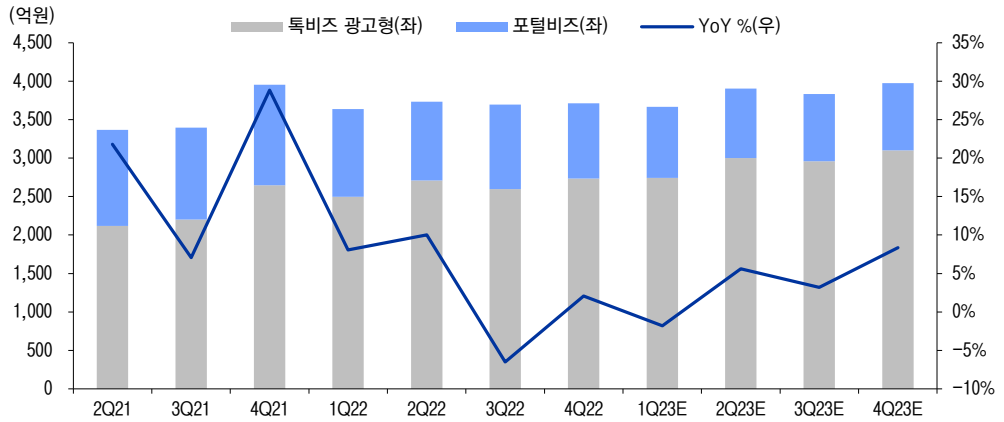
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 **네이버 서치 플랫폼 매출액 추이 및 전망**



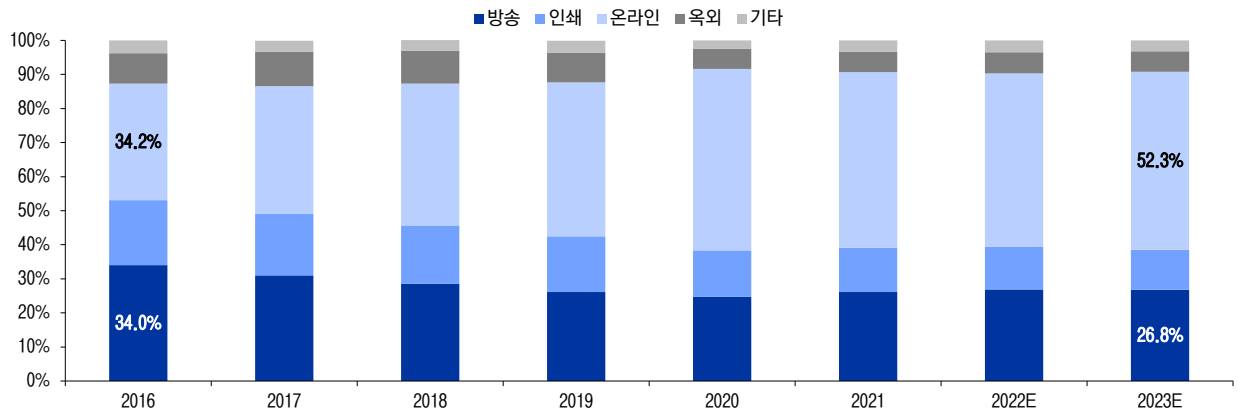
자료: 네이버, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 **카카오 톡비즈 광고 & 포털비즈 부문 매출액 추이 및 전망**



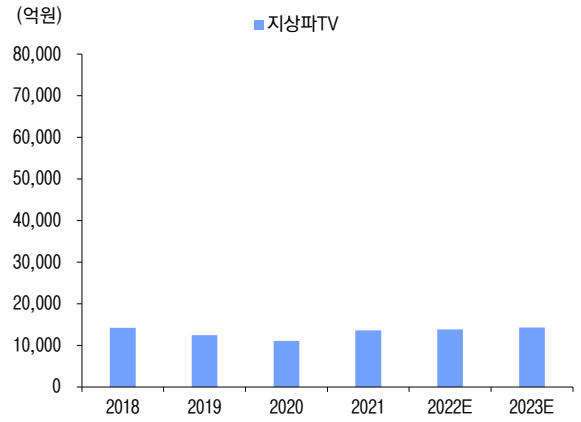
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 **주요 매체별 광고비 비중 변화: 온라인 비중이 방송을 역전**



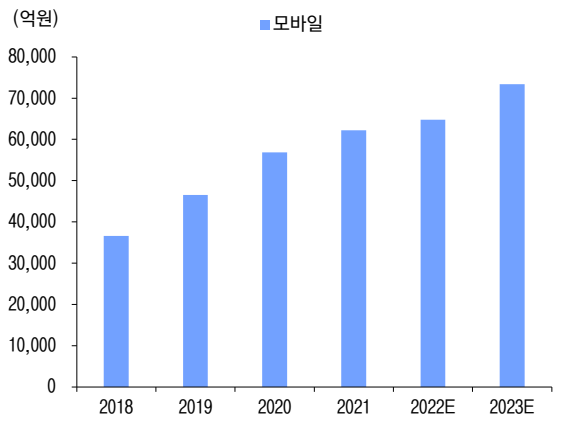
자료: 방송통신광고통계시스템, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 방송은 지상파TV/DMB, 라디오, PP/SO, 위성방송/IPTV 포함

그림39 **지상파 TV 광고비 추이 및 전망**



자료: 방송통신광고통계시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 **모바일 광고비 추이 및 전망**

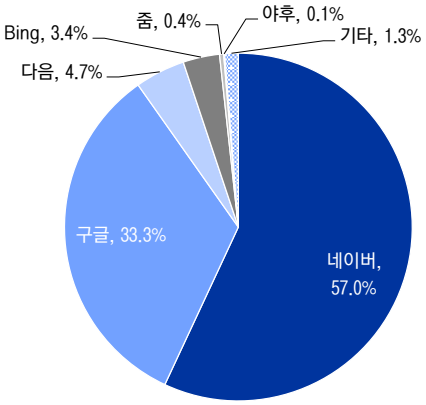


자료: 방송통신광고통계시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 네이버: 한국어를 잘해요

네이버는 서치 GPT 서비스를 올해 7월에 공개할 예정이다. 네이버는 서치 GPT의 강점이 Chat GPT에 대비해 한국어 데이터를 6,500배 더 학습했다는 점이라 밝혔다. 학습 데이터 중 한국어 비중이 97%에 달하기 때문이다. 5,600억개 토큰으로 한국어 데이터를 구축한 하이퍼클로바X를 기반으로 하고 있는데, 이는 네이버 뉴스 50년치, 네이버 블로그 9년치와 비슷한 규모다. 다만 한국어를 잘 이해하고 한국어로 잘 말하는 것도 중요하지만, 정보를 어떤 베이스에서 찾아와 답하는지도 중요하기 때문에 서치 GPT 공개 시 관련 내용에 주목할 필요가 있다.

그림41 **한국 검색 엔진 점유율**

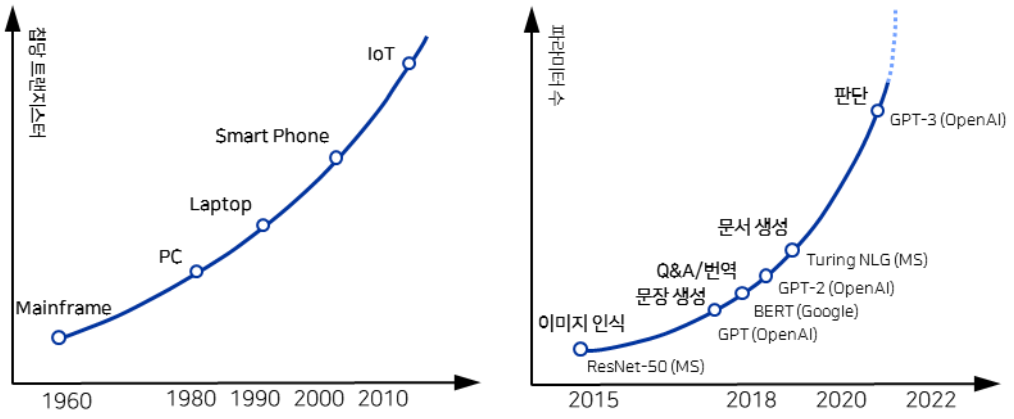


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2023년 1월 기준

이에 최수연 대표는 생성 AI의 단점으로 꼽히는 신뢰성이나 최신 정보의 반영 여부 등을 해결하기 위한 노력 중이라 밝혔으며, 추후 데이터가 충분히 쌓이면 이를 네이버 검색에 도입하겠다 덧붙였다. 네이버는 2021년 기존 LLM인 하이퍼클로바를 기반으로 한 노코드 AI 개발도구 '클로바 스튜디오', 클로바 더빙, 클로바 OCR 등을 를 공개한 바 있다. 현재 클로즈 베타 서비스 중이며 1,000여개 업체가 사용하고 있다.

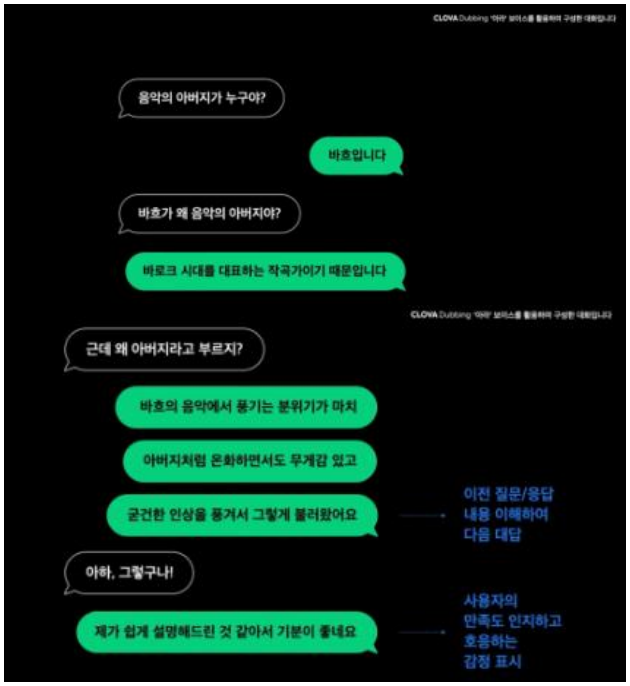
클로바 스튜디오 서비스를 통해 B2B 서비스도 확장 중이다. 현재 베타 서비스에 1,000여개 업체가 사용을 신청했으며, 이 중 절반이 스타트업 및 연구기관이다. 지난 해 상반기 이후 사용 업체는 5배 증가했고, Chat GPT가 화두로 떠오르면서 네이버의 클로바 스튜디오 또한 반사 수혜를 받았다는 판단이다.

그림42 Big AI 에서는 모델의 크기가 반도체의 집적도와 비슷한 의미



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 하이퍼클로바: 음악의 아버지가 누구야?



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 Chat GPT: 음악의 아버지가 누구야?

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

다만 비용 효율 측면에서는 검토할 과제가 많다. 실제로 OpenAI의 샘 알트만 대표는 Chat GPT의 컴퓨팅 비용이 눈물 날 정도라고 밝힌 바 있고, 관련 업계에서도 Chat GPT의 일일 운영 비용이 최소 10만달러에 달할 것이라 추정했다. OpenAI에 따르면 생성 AI가 하나의 답변을 도출하는데에는 2~5 센트의 전력 비용이 필요하다.

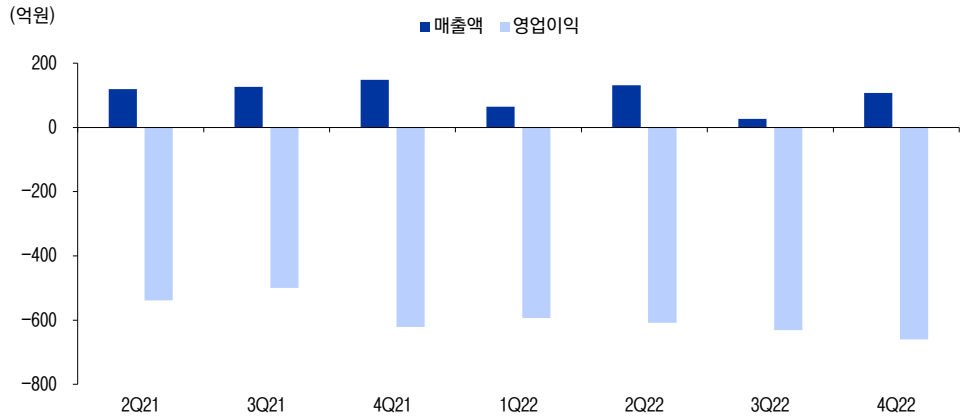
그림45 샘 알트만: 컴퓨팅 비용은 눈물 날 정도다

자료: 언론 보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 Chat GPT 의 일일 운영비용은 수백만달러?

자료: 언론 보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 네이버 Future Tech(클로바/랩스) 부문 실적 추이

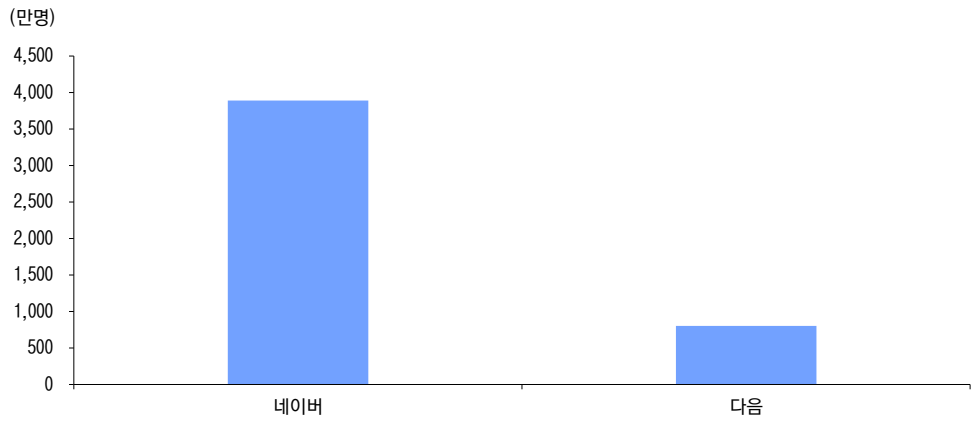


자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 카카오: 버티컬을 잘해요

지난 3월 28일 열린 카카오 주주총회에서 홍은택 카카오 대표는 중장기 지속 가능한 성장을 위한 새로운 기회를 찾기 위해 AI와 헬스케어 영역에 집중하고 있다고 밝혔다. 그동안 카카오는 자회사 카카오브레인과 카카오엔터프라이즈를 통해 AI 모델을 개발해 왔고, 자체 초거대 AI 모델로 Ko-GPT를 가지고 있다. Ko-GPT는 한국어 특화 AI 모델로 2021년 출시 당시 300억개의 파라미터 기반으로 개발되었고, 2,000억개 토큰을 학습했다. 경쟁사나 글로벌 업체 대비 모델 크기가 작은 편이다.

그림48 **다음 vs. 네이버 MAU: 카카오는 검색 AI 고도화보단 버티컬 AI 집중이 유리**



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2023년 1월 기준

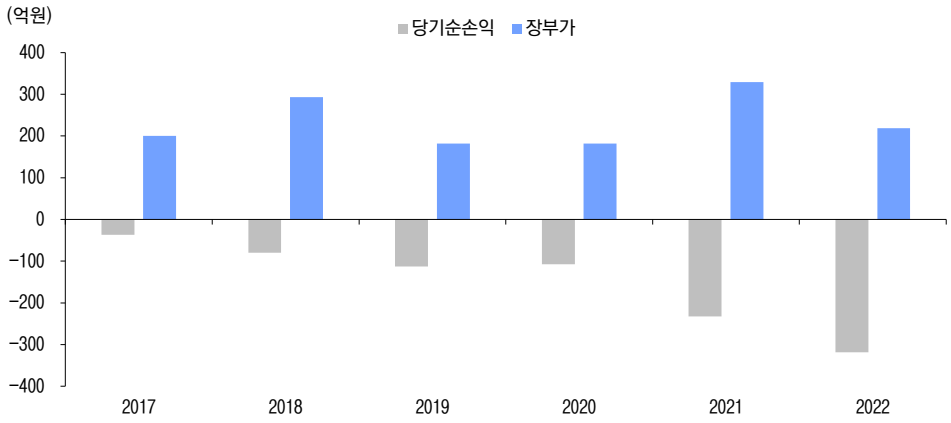
이에 카카오는 버티컬 AI 서비스에 집중할 계획이다. 모델의 크기가 품질을 좌우하므로, 풍부한 자본과 기술력을 지닌 글로벌 기업이 절대적으로 유리하기 때문이다. 이에 카카오는 잘할 수 있는 영역에 AI 모델을 적용하겠다는 전략이다. 카카오톡 내 개인 비서 조르디를 AI를 활용해 강화했고, 한국어와 관련된 과제를 수행할 수 있는 Ko-GPT API도 공개했다. 이를 통해 소상공인들은 광고 카피 작성 등 맥락과 의도에 따라 문장을 생성하는 업무가 가능하다. 또한 이미지 생성 모델인 칼로(Karlo)는 사용자가 입력한 문장과 이미지를 기반으로 새로운 이미지를 만드는 기능도 제공하고 있다. 향후 이를 카카오톡 프로필 사진과 배경에 업로드하는 서비스 등 버티컬 영역에서의 활용을 기대해 볼 수 있겠다.

그림49 KoGPT AI

자료: 카카오브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오브레인은 지난 3월 20일 KoGPT와 칼로 등을 활용한 AI 챗봇 다다음(ddmm)의 시범 서비스도 시작했다. 콘텐츠를 요약해주거나 텍스트를 이미지화 해주는 기능, 언어 공부, 번역 등의 서비스를 이용할 수 있다. 다만 공개 하루 만에 서비스 이용자수는 1만명을 넘었고, 예상을 벗어난 수요 급증으로 오픈베타 하루만에 서비스가 중단됐다. 카카오브레인은 소규모 사용자 테스트를 위한 베타 서비스가 불가능하다고 판단해 서비스 완성도를 높여 4월 중 다시 런칭하는 것을 계획하고 있다.

그림50 카카오브레인 당기순손익 및 장부가 추이



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

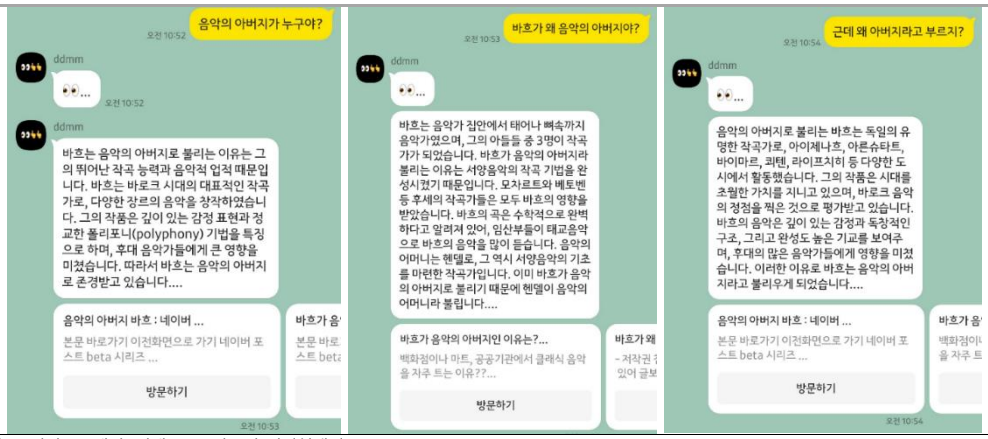
그림51 **카카오브레인 다다음(ddmm)**

자료: 카카오브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 **다다음, 폭발적인 사용자 증가로 서비스 중단**

자료: 카카오브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

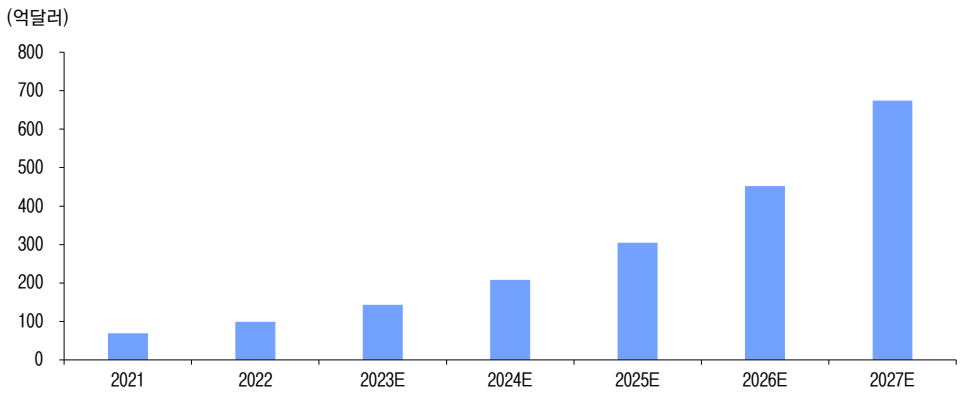
그림53 **Ddmm(다다음): 음악의 아버지가 누구야?**



자료: 카카오브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

더불어 카카오는 헬스케어 관련, 초거대 AI 모델을 의료 영상 분석에 활용할 계획을 가지고 있다. 국내 및 해외 기업들은 엑스레이 영상 촬영 시 질환이 의심되는 부위를 인지하고 표시해 주는 기술에 주로 집중해 왔다. 카카오는 이 다음 단계인 판독문 초안 작성에 AI를 활용해 진단에 소요되는 시간을 단축하고 업무 효율을 제고시킬 계획이다. 이와 더불어 카카오브레인은 인공지능 기반 신약 개발사 갤럭스와 함께 AI 기반의 항체 신약 설계 플랫폼 구축에 나서는 등 중장기적으로 신약 개발 분야에도 힘쓸 전망이다.

그림54 **글로벌 AI 헬스케어 시장 규모 추이 및 전망**



자료: MarketsandMarkets, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

사는 생활: 커머스 성장 찾기

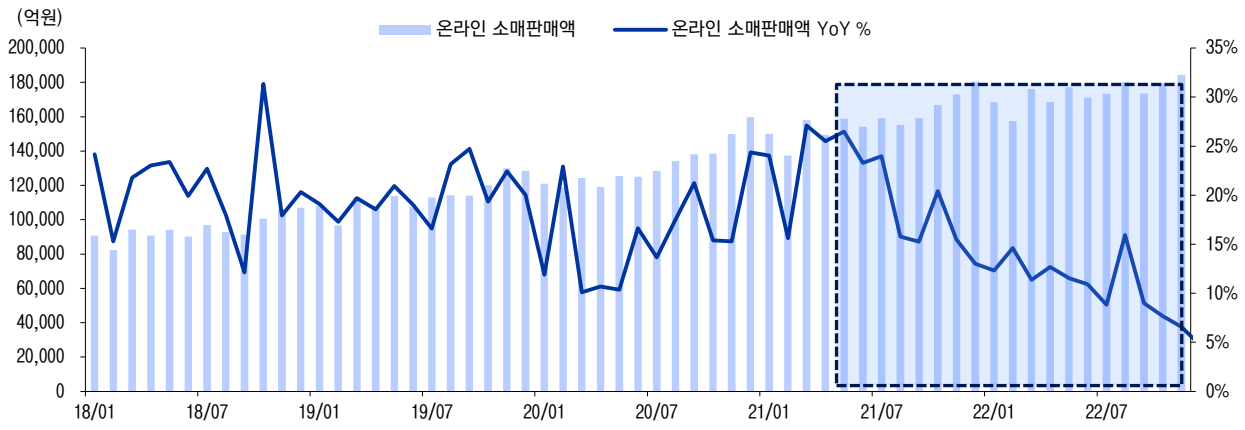
성장 동력을 찾아라

1. 성장 동력을 찾아라

2022년 한국의 이커머스 판매액은 전년대비 10.3% 성장한 209조원을 기록했다. 음식 서비스와 여행/교통 등 서비스 거래액을 제외한 상품 판매액 기준으로 보면 전년대비 5.6% 성장하는 데에 그쳤다. 일부 품목은 침투율이 정체되기도 했다. 코로나19로 급성장한 영향이 크다. 더불어 코로나19로 시장이 팽창하자 기존 이커머스 업체 외에도 인터넷 플랫폼 업체들이나 버티컬 커머스 업체들이 공격적 확장을 시작했다. 성장 둔화는 시장 내 경쟁자가 많아진 영향도 있었다.

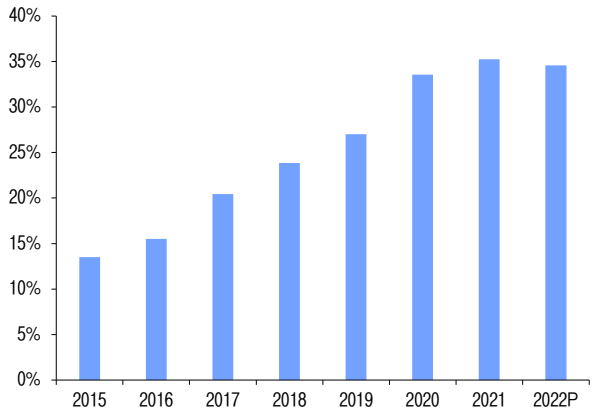
2023년 또한 이커머스 시장은 8~10% 수준의 성장이 예상돼, 과거 대비 성장 폭이 다소 둔화할 것으로 판단한다. 한국 이커머스 시장은 지난 20년간 연평균 20%에 달하는 빠른 성장을 이루어왔지만, 1)성숙 시장으로 진입했고 2)코로나19로 베이스가 높아졌으며, 3)리오프닝으로 인해 오프라인 소비 활성화라는 불리한 환경을 눈앞에 두고 있다. 이에 2023년 이커머스 업체들 또한 무분별한 시장 점유율 확대 경쟁보다는 수익성에 집중할 전망이다.

그림55 **온라인 소매판매액 추이: 성장률 둔화 중**



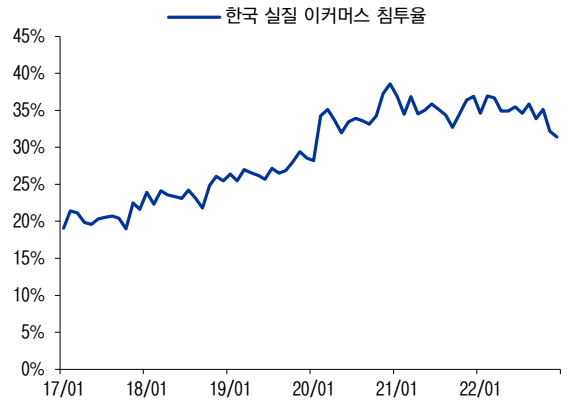
자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 **한국 연간 실질 이커머스 침투율 소폭 하락**



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

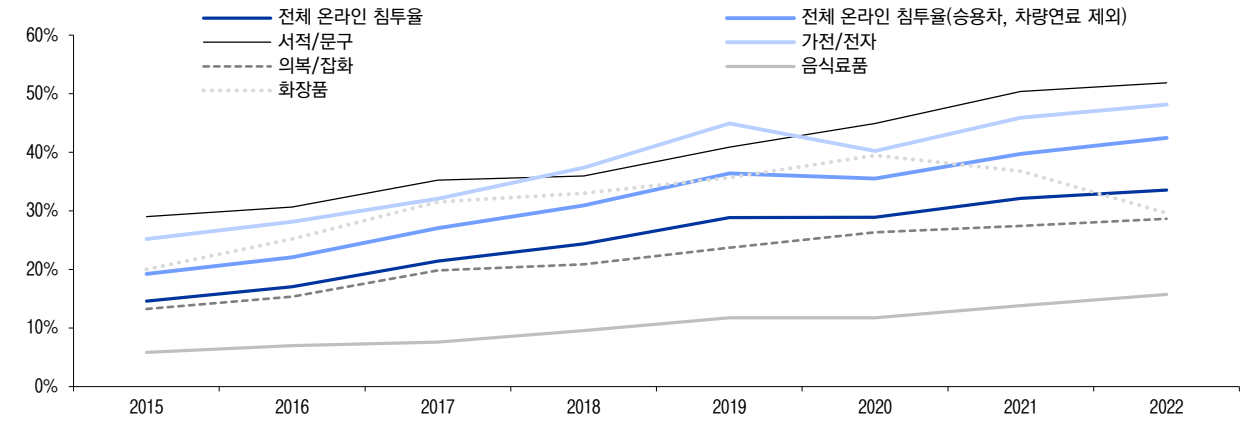
그림57 **한국 월별 실질 이커머스 침투율 정체**



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

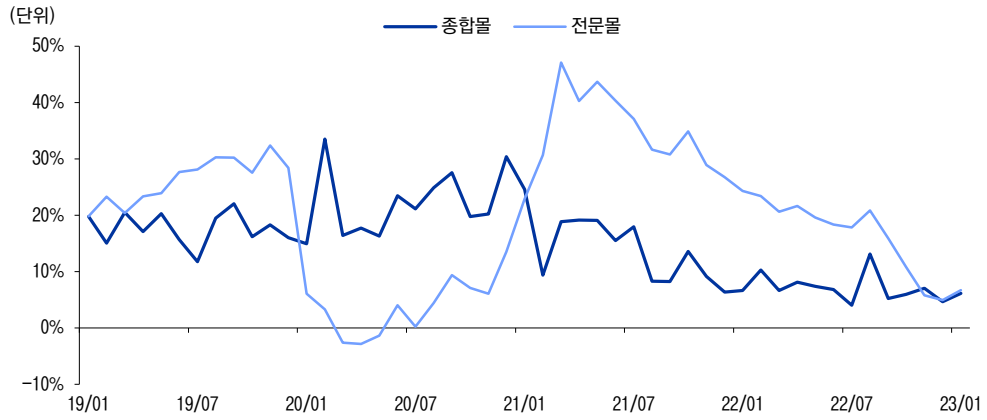
전체 소매판매액에서 차량/연료를 제외한 금액과 온라인 상품 거래액(서비스 제외)을 기반으로 산정한 실질 이커머스 침투율은 [그림57]에 나타나듯 2022년 전년 대비 소폭 하락했다. 전체 이커머스 침투율이 높아지려면 기존 품목 외 신규 품목으로의 확장이나, 기존 품목의 온라인 소비 금액이 더 늘어나야 한다. 신규 품목으로는 가장 침투율이 낮은 의약품으로의 확장을 기대해 볼 수 있겠으나, 아직 시기 상조다. 따라서 기존 품목의 온라인 소비 금액이 늘어나며 성장을 견인해야 하는데, 전체 소매판매액 고성장이 쉽지 않은 상황에서 베이스까지 높아져 부담스럽다. 이에 이커머스 업체들은 품목 다변화, 버티컬 서비스 강화, 해외 진출로 눈을 돌리고 있다.

그림58 **품목별 이커머스 침투율**



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 **이커머스 내 종합몰 vs. 전문몰 매출액 성장률 추이**



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 이커머스 레드오션 탈출: 아메리칸 드림

네이버, 포쉬마크 인수는 해외 사업 영역 확장

2022년 10월 네이버는 북미 최대 패션 C2C 중고거래 플랫폼인 포쉬마크를 16억 달러(약 2조 3,441억원)에 인수했다. 주당 인수가는 17.9달러로, 인수 발표 직전 종가 15.55달러 대비 15% 수준의 경영권 프리미엄이 포함됐다. 포쉬마크는 한국의 당근마켓처럼 1)C2C 거래를 기반으로 하고 있으며, 2)커뮤니티 기능을 결합한 것이 특징이고, 3)거래액의 20%를 수수료로 취한다(물품가가 15달러 미만일 시에는 2.95달러 flat rate). 2021년 거래액은 2조 6,000억원 수준이었고, 2020년 영업이익 기준 흑자를 기록한 바 있으나 2021년에는 적자 전환했다. 그럼에도 포쉬마크를 인수한 것은 네이버가 C2C 시장을 새로운 성장 동력으로 보고 있으며, 해외로 사업 영역을 넓히기 위함이라 판단한다.

그림60 **포쉬마크**

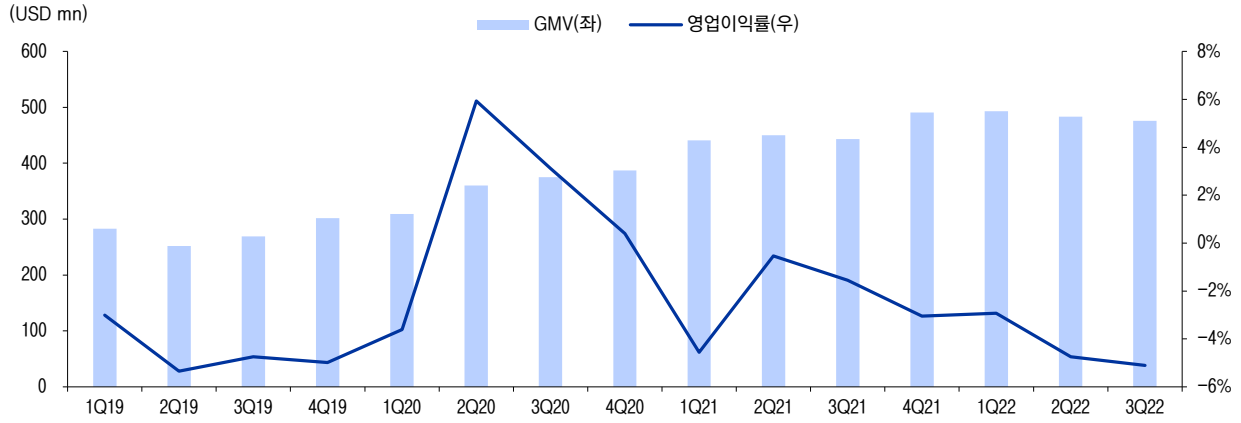
POSHMARK

자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 **포쉬마크 주가 추이**

자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

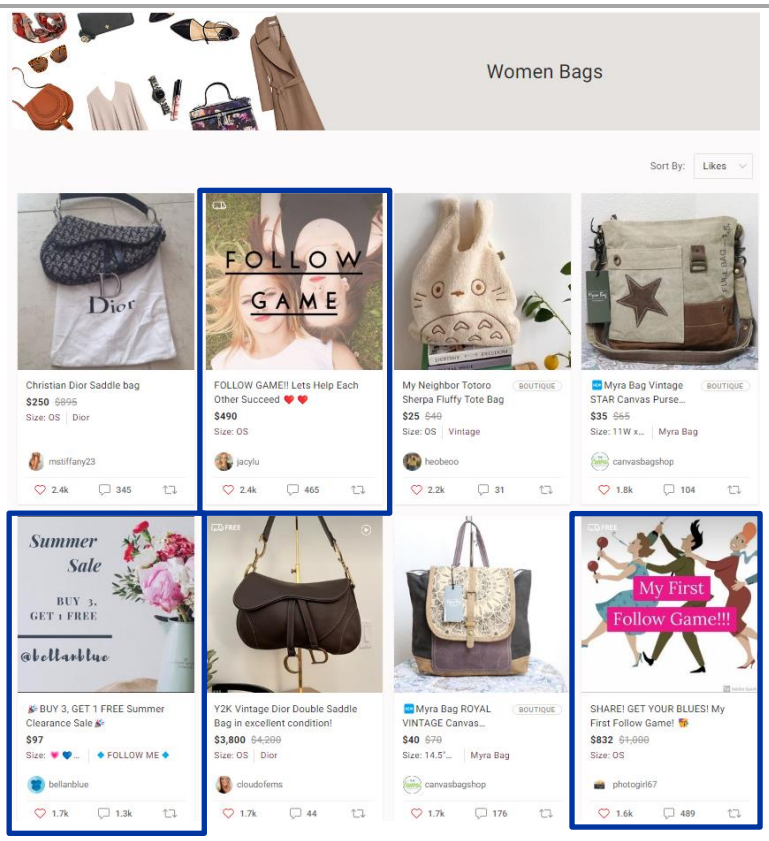
그림62 **포쉬마크 분기별 실적 추이**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

포쉬마크 창업자 마니시 샨드라는 포쉬마크의 특징이 서비스 초기부터 커뮤니티와 커머스를 결합한 플랫폼을 구축한 것이라고 언급한 바 있다. 미국 내 우편번호를 기반으로 가까운 동네 사람들이 서로 팔로우하고, 자신의 피드를 꾸밀 수 있다는 것이다. 포쉬마크의 등록 회원수는 8천만명 수준인데, 이 중 활성 구매자 수는(active buyers) 8백만명 정도다. 소셜 미디어와 같은 기능을 하고 있기 때문에 하루 평균 사용 시간이 25분에 달한다는 점도 주목할 만하다.

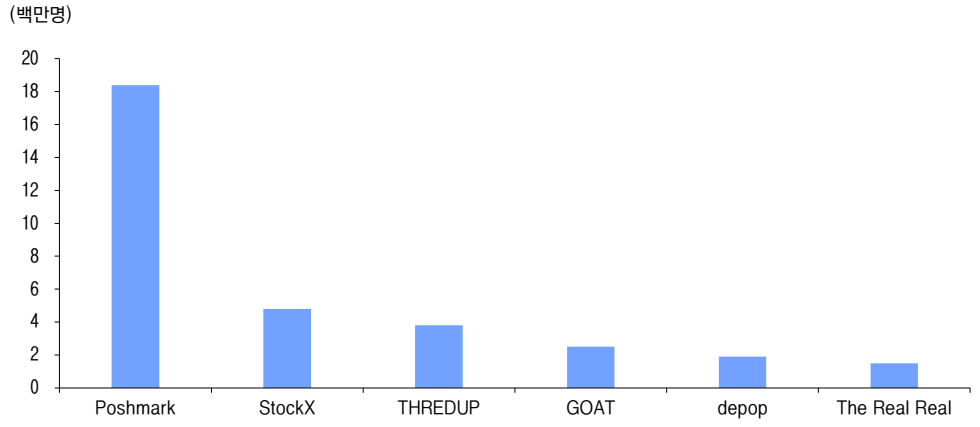
그림63 **포쉬마크 여성 가방 카테고리에서 좋아요 많은 순으로 필터: Follow game 다수**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실제로 포쉬마크의 각 카테고리에서 '좋아요'가 많은 순으로 정렬해보면, 상위권에 Follow game이라는 포스팅을 볼 수 있다. 이는 이용자들이 소위 '맞팔'을 해주는 것이다. Follow game을 클릭한 사용자들은 원글 포스팅에 댓글을 남기거나 '좋아요'를 누르고, 포스팅을 올린 사용자를 팔로우 한다. 팔로워를 많이 얻게 되면 더 많은 좋아요와 댓글을 받게 될 확률이 높아지므로, 판매를 늘릴 수 있는 방법 중 하나가 된다. 이처럼 커뮤니티 기능이 활성화 되어 있는 것이 포쉬마크의 특징이다.

그림64 **글로벌 주요 C2C 이커머스 거래 플랫폼 월평균 방문자수(Unique visitors)**

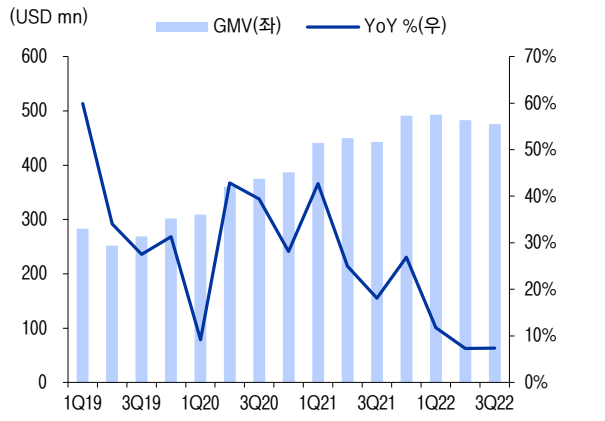


자료: 네이버, 이베스트투자증권 리서치센터

성장성: take rate↑, 객단가↑, 거래 Q↑ 필요

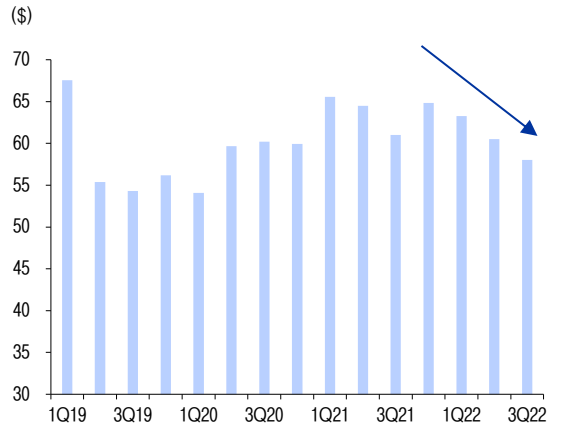
포쉬마크의 외형 성장을 살펴보면, 2022년 GMV 성장률은 1분기 11.8%에서 2~3분기 7% 수준으로 떨어졌다. 같은 기간 활성 구매자수당 GMV는 1Q22 63달러, 2Q22 60.5달러, 3Q22 58달러로 100달러를 넘지 않는 저가 패션 제품으로 추정된다. 따라서 외형 성장을 위해서는 1)수수료율을 더 높이거나, 2)수수료율을 유지하되 더 고가의 물품을 팔거나, 3)거래 자체가 늘어나야 한다.

그림65 **포쉬마크 분기별 GMV 성장 추이**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 **포쉬마크 분기별 활성 구매자수 당 GMV 추이**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

주력 품목이나 객당 GMV, 경쟁 구도 등을 볼 때 현재 상황에서 3가지 방안 모두 공격적이지는 않을 것으로 본다. 이에 포쉬마크는 올해 네이버의 기술을 통해 여러가지 add-on 기능들을 플랫폼 내 이식할 것으로 전망하며, 광고 사업 모델 등도 신규로 도입해 수익성 강화에 집중할 것으로 판단한다.

다만 Peer 대비 상품군에 있어서 포지셔닝이 뚜렷하지 않은 것은 약점이라고 판단한다. 미국의 여타 Peer C2C 플랫폼은 버티컬 성격이 강하고, 이는 수수료율 인상에 대한 저항을 줄여줄 수 있다. Etsy는 수공예품 C2C다. 판매되는 제품은 소량에 불과하고, 유일무이한 경우가 대다수다. 이커머스 업체들이 내세우는 초저가 전략이나 빠른 배송과 결이 다르다. StockX는 스니커즈 거래로 시작해 한정판 거래 특화 플랫폼이다. 정품 검수도 필요해 판매자는 결제 수수료와 거래 수수료를 지불하고, 구매자도 검수비를 지불한다. TheRealReal은 럭셔리 거래 위주다. 수수료율은 판매가가 1,500달러 미만이면 50%, 1,500달러 이상일 때는 40%로 높은 편이다.

표4 미국 주요 C2C 이커머스 업체 현황

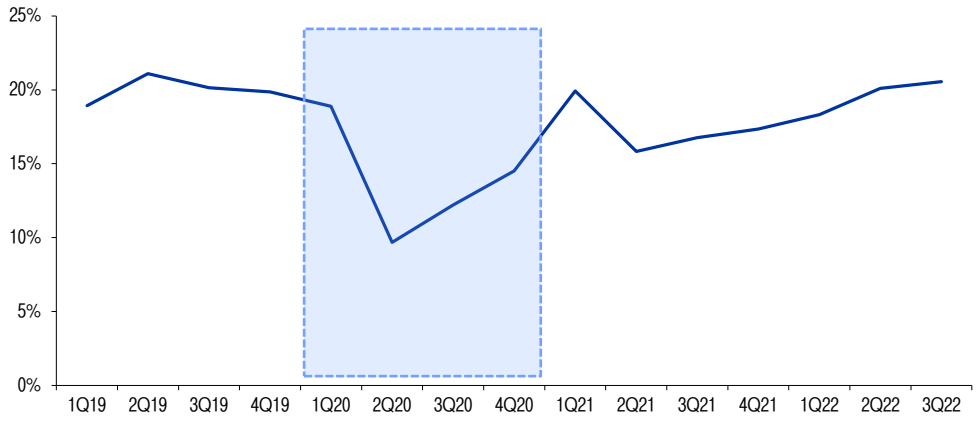
기업명	로고	거래액	주요 품목	수수료율 특징
Etsy	Etsy	130억달러 (YoY -1.3%)	5%(거래수수료) + 3%+$0.25(결제수수료)	수공예품 C2C, 제품 극소량
StockX	StockX	18억달러 (2020년)	판매자: 결제수수료 3%, 판매수수료 8~10% 구매자: 검수비 3~5%, 배송료	스니커즈 리셀 플랫폼 StockX 인증센터의 검수를 거쳐 거래
depop	depop	6.5억달러 (2019년)	10%(판매수수료) + 2.9% +$0.3(결제수수료)	영국 패션 리세일 플랫폼 기존 잡지에 실린 아이템을 살 수 있는 SNS 형태였으나 마켓플레이스로 진화. 2021년 6월 Etsy가 인수 완료
THREDUP	THREDUP	2.8억달러 (2022년) 매출액 기준	Gross margin 66.7%(2022년)	중고 의류 리세일 플랫폼, 기존 C2C 거래 중개에서 현재는 위탁판매 형식
The Real Real	TheRealReal	14.8억달러 (2021년)	판매가 1,500달러 미만 시 50% 1,500달러 이상일 시 40%	명품 리세일 플랫폼 의류, 고급 시계, 주얼리, 미술 작품 등 거래 가능 명품 감정사들이 검수 후 거래

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

수익성: 2020년 흑전은 코로나 수혜로 보는 것이 합리적

2023년 1분기부터 네이버 실적에 연결 반영될 포쉬마크는 네이버의 커머스 부문 GMV 성장에는 긍정적이겠으나, 영업이익률에 당분간은 1%p 수준의 부정적 영향을 줄 것으로 추정한다. 2020년 코로나19로 사람들이 집에 있는 시간이 증가하자, 포쉬마크의 2020년 영업이익은 흑자로 전환한 바 있다. 당시 포쉬마크의 GMV 대비 영업비용 비율은 13.6%로 기존 대비 대폭 낮아졌었다. 마찬가지로 경쟁사 메루카리의 GMV 또한 2020년 6월부터 분기 평균 140%씩 급증하기 시작했었다. 이에 포쉬마크의 2020년 흑자 전환은 코로나 수혜라고 보는 것이 합리적이라는 판단이다.

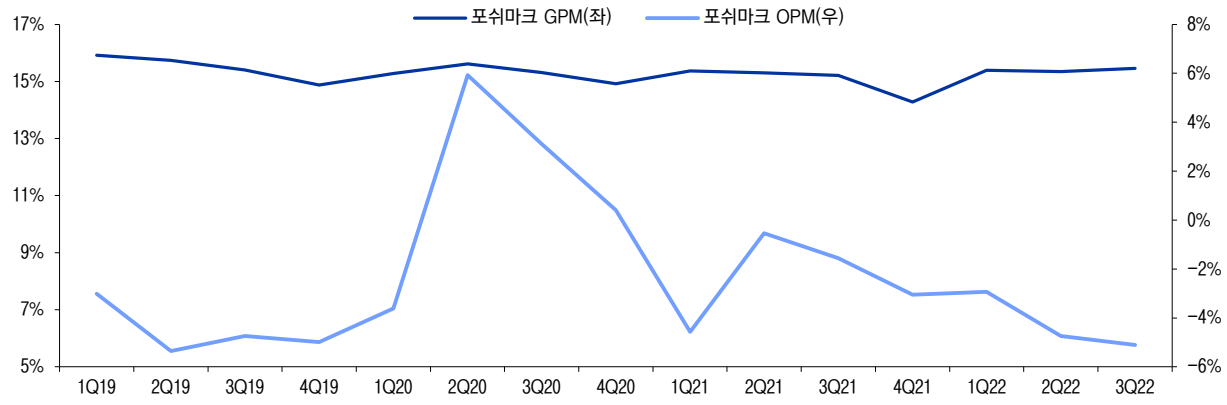
그림67 **포쉬마크: 코로나 기간 대폭 낮아진 영업비용/GMV**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

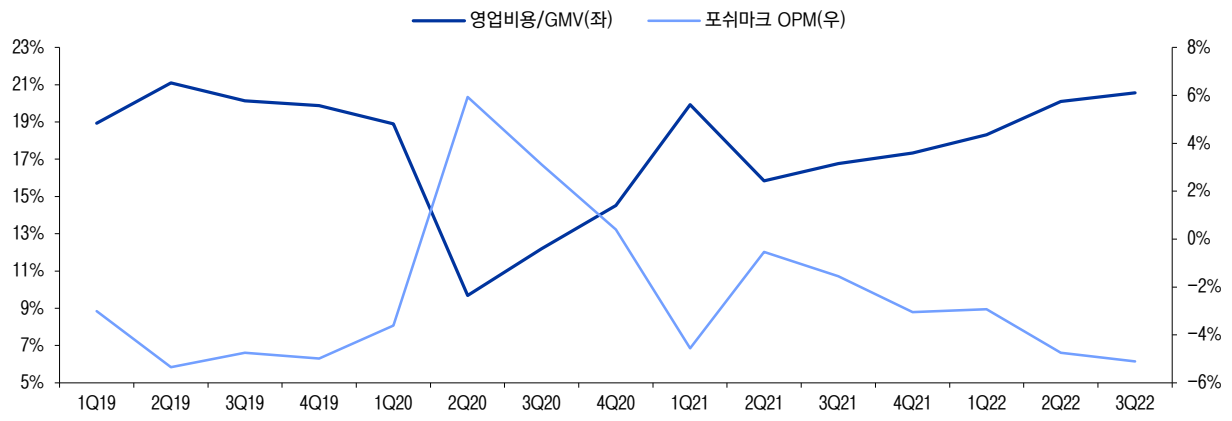
반면 포쉬마크의 2022년 3분기 누적 GMV는 YoY 8.8% 증가한 14.5억달러를 기록했는데, GMV 대비 영업비용은 같은 기간 17.5%에서 19.6%으로 상승했다. 동기간 GPM이 각각 15.3%과 15.4%로 큰 차이가 없었고 거래 방식이 C2C 위주라는 점을 고려했을 때, 앞으로도 수수료 인상보다는 비용 통제를 통한 적자 개선이 필요하다고 판단한다. 실제로 인수가 완료된 이후 올해 2월 포쉬마크는 전체 직원의 2% 가량을 해고했다. 경기 침체에 대응하기 위한 수익성 확보 차원이라 밝혔으며, 이러한 노력은 지속될 전망이다.

그림68 **포쉬마크 분기별 수익성: GPM 은 비슷하지만**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 **포쉬마크 분기별 수익성: 코로나 이후 비용 부담 상승으로 OPM 하락**



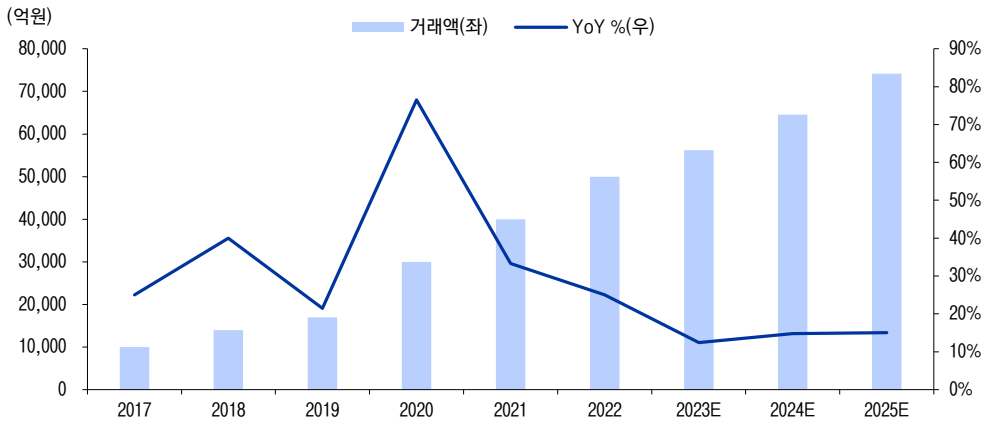
자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 전국민 생일 챙겨주기: 선물하기 시장

2022년 선물하기 시장 규모 5조원 추정

2022년 국내 선물하기 시장 규모는 약 5조원으로 추정되는데, 이는 2016년 8,000억원 수준 대비 급증한 수치다. 자신을 위해 소비하는 금액 외에 타인을 위한 소비가 온라인으로 넘어온 시장으로, 연락과 발송의 편의성이 부각되며 성장했다. 기존 타인을 위한 선물은 대부분의 경우 1)실물로 구매하고, 2)만날 약속을 정해서, 3)직접 전달해야 했다. 시장 초기 교환권이 대부분이었던 선물하기 시장은 사업자와 카테고리 등이 다방면으로 확대되었고, 이에 배송 상품 비중은 40% 수준까지 상승한 것으로 추정된다.

그림70 **국내 선물하기 시장 규모 추이 및 전망**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

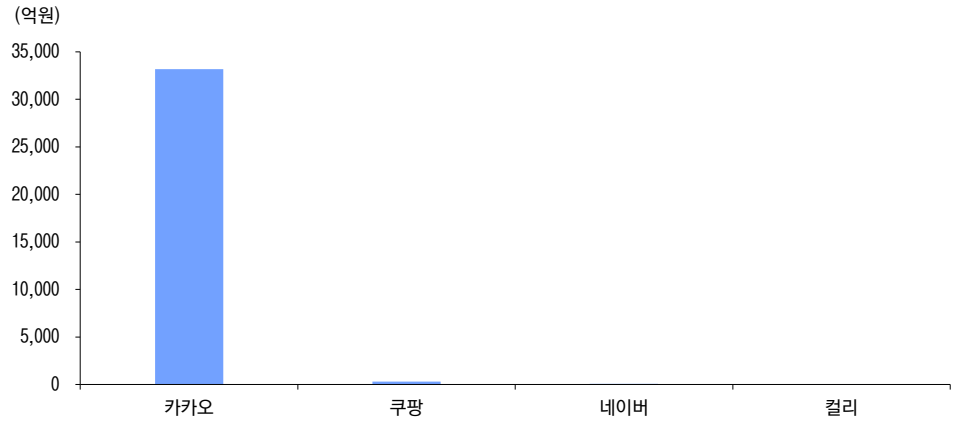
표5 **국내 주요 선물하기 서비스 현황**

기업명	도입 시기	특징
카카오	2010.4	카카오톡 기반 압도적 M/S 1위. 샤넬, 구찌, 프라다, 티파니 등 명품 입점. 접근성 가장 뛰어남
네이버	2015년말	스마트 스토어를 위주로 한 다양한 상품군 확보, 2022년 AI 활용한 선물 추천 및 메시지 기능 추가, 선물하기 상품에 대한 도착보장 기능 적용 예정
SSG 닷컴	2016.7	2016년 서비스 시작 이후 2019년 대대적으로 확대 개편. 백화점, 이마트, 트레이더스 판매 상품까지 다양한 상품 구색 확보
쿠팡	2020.4	로켓배송을 통한 빠른 배송 경쟁력으로 '로켓선물' 운영 중, 2021년 거래액 336% 증가
11 번가	2020.9	2020년 9월 런칭 이후 월평균 거래액 27% 증가, 누적 이용건수 400만건 이상, 해외직구 상품도 선물하기 가능
배달의 민족	2020.9	2021년 선물하기를 위한 선불충전금 1Q 27억원, 2Q 51억원, 3Q 81억원, 4Q 129억원으로 꾸준히 상승 이용건수는 2021년 300만건으로 집계
롯데온	2021.9	2022년 선물하기 개편, 럭셔리 뷰티 및 백화점 상품, 홈카페 등 카테고리 전면 배치로 방문자 및 주문자, 매출액 제고
컬리	2021.12	런칭 후 5개월간 월평균 13% 신장
G 마켓	2022.12	G마켓 내 수십만개 상품 선물 가능(항공권, 렌탈, 해외직구, 휴대폰, 배달, 스마일프레시 등은 제외)
에이블리	2022.12	에이블리 내 패션, 뷰티, 라이프 카테고리 전 상품 선물 가능. 10~20대 고객 비중 높은 경쟁력 보유

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

특히 코로나19를 지나며 비대면 소비가 확산하면서, 선물하기는 일상적인 문화로 자리잡고 있다. 2021년 기준 카카오의 점유율은 70% 이상인 것으로 파악된다. 카카오톡이 연락처를 기반으로 하는 플랫폼이며 개인간의 커뮤니케이션이 주 기능이다 보니, 선물하기 시장에서 가장 경쟁력을 갖추었다고 판단한다. 카카오페이로 간편 결제가 가능한 것도 거래의 편의성을 높이는 부분이다.

그림71 **카카오 선물하기 거래액: 선물하기 시장 내 압도적 점유율**



자료: 홍정민 더불어민주당 의원실, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2021년 기준, 컬리는 2021년 12월 출시 기준

프로필 개편: 생일에서 레벨업

보통 일상에서 타인에게 선물을 주게 되는 이벤트는 생일이다. 카카오톡은 2018년 5월 친구의 생일을 표시해주는 기능을 출시했고, 이를 통해 선물하기 서비스를 활성화 시킬 수 있었다. 올해 카카오는 친구탭을 개선하고 오픈채팅의 별도탭을 신설할 예정인데, 이를 통해 트래픽 확대 및 커머스의 부가적인 확장을 꾀할 수 있다. 현재 프로필/친구 탭의 DAU는 2,000만명 이상인 것으로 추정되는데, 채팅탭의 DAU가 4,000만명이 넘는다는 점을 고려하면 성장 여력이 충분하다. 이에 지난해 말 공감 스티커를 출시했고, 톡 프로필 콘텐츠 제작도구로 카카오브레인의 '칼로'를 추가하는 등 새로운 기능을 지속적으로 확장할 계획이다. 이를 통해 생일 이외의 일상 감정 표현이나, 졸업, 승진, 출산 등의 이벤트도 프로필에서 적극적으로 공유가 가능해지며, 이는 결국 커머스 거래로 활성화로 이어질 수 있다는 판단이다.

그림72 **카카오톡 프로필 공감 스티커 도입(2022.12)**

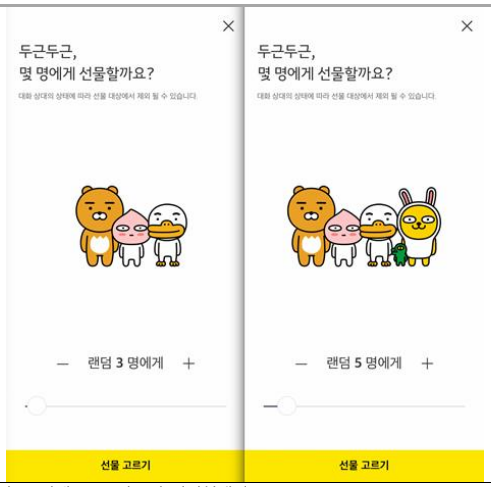
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 **카카오톡 프로필 이모티콘 스티커 도입(2023.3)**

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

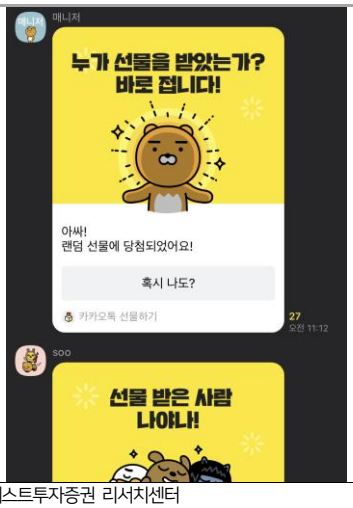
카카오는 오픈채팅 기능 또한 확장 예정인데, 기존 지인 간의 소통이 대부분이었던 대화를 비지인과의 소통으로 늘리겠다는 전략이다. 오픈채팅은 동호회나 지역 모임 등 관심사에 기반해 운영되고 있는데, 지난 해 10월 기준 DAU 900만명 수준을 유지하고 있다. 특히 사용자수는 코로나19 이전인 2019년 대비 76% 증가했다. 오픈채팅은 2015년 8월부터 운영됐는데, 이용자 증대를 위해 별도의 탭으로 올해 중 분리될 예정이다. 오픈채팅 안에서도 선물하기 기능이 가능하기 때문에, 탭 분리 후 DAU 제고는 커머스 거래의 Q도 동반 상승하는데에 도움을 줄 것으로 전망한다.

그림74 **오픈채팅 랜덤 선물**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 **오픈채팅 랜덤 선물**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

명품으로 확장: 객단가도 레벨업

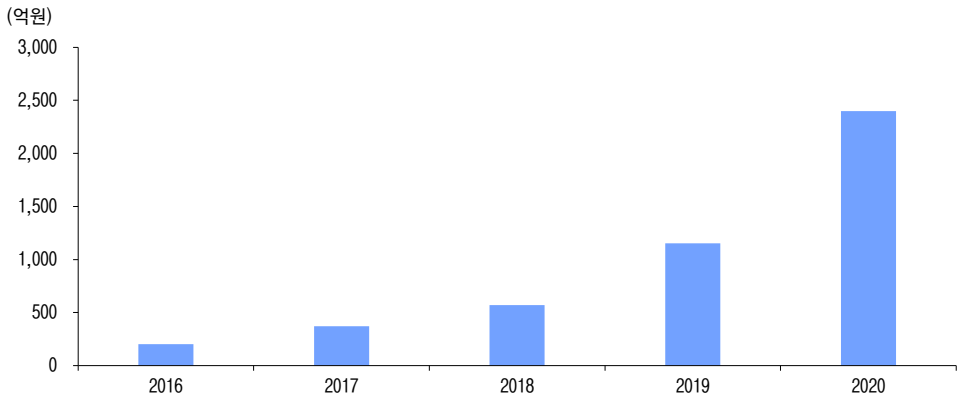
또한 선물은 타인을 위해 소비하는 행위이기 때문에 중개 업체 입장에서 객단가 제고가 용이한 점도 강점이다. 카카오톡 선물하기에 입점한 업체 수는 8천개 이상이고, 압도적인 시장 점유율을 가지고 있기 때문에 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 현재 럭셔리 브랜드는 180개 정도 입점 중인데, 연말까지 300개로 늘어날 전망이다. 특히 선물하기는 최근 브랜드 업체들이 20~30대가 처음으로 명품을 접하는 창구로 활용 중이고, 이에 배송상품의 비중 상승과 함께 객단가 상승에는 유리한 환경이 마련된 것으로 판단한다.

표6 **카카오 선물하기 명품 장르 확장 내용**

시기	내용
2019.8	명품 화장품 테마 신설
2020.2	명품 장르를 지갑, 핸드백, 주얼리로 확장
2020.7	샤넬 뷰티 공식 입점
2020 년 상반기	명품 패션잡화 거래액 YoY 3배 증가
2020.11	젠틀몬스터 공식 입점
2020.11	몽블랑 공식 입점
2020.12	티파니 공식 입점

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 카카오 선물하기 내 명품 거래액: 2016 년 203 억원에서 10 배 이상 증가



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 카카오톡 선물하기 티파니

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 카카오톡 선물하기 샤넬 뷰티: 체험 서비스 GiftX 출시

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

Part Ⅳ

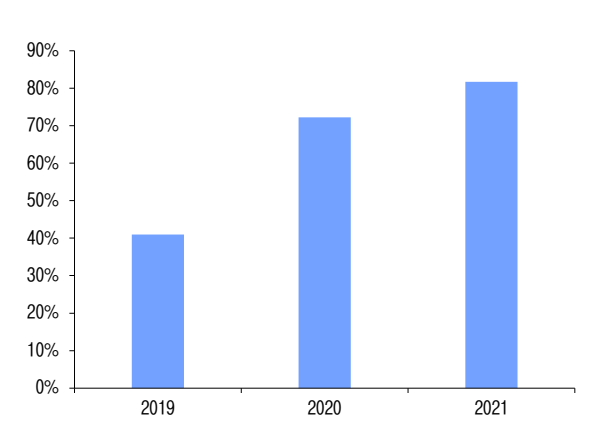
노는 생활: 콘텐츠 보물 창고

노는 생활: 콘텐츠 보물창고

1. 여러분의 시간은 나의 것

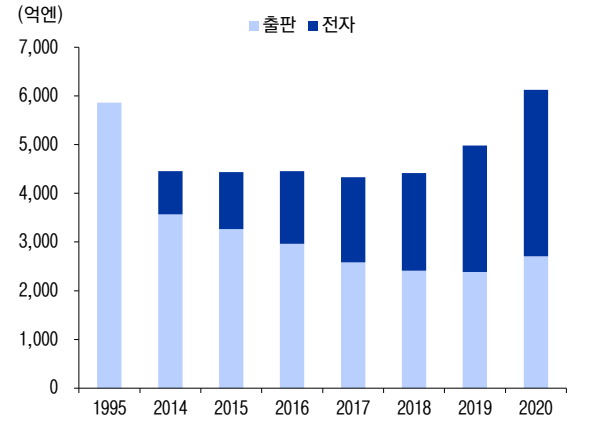
콘텐츠를 접하고 소비하는 행태는 과거와 달라졌다. 공중파 TV 프로그램, 도서, 음반, 영화, 애니메이션, 게임은 기존 소비되던 방식에서 모두 모바일로 소비가 통합되었기 때문이다. 모바일은 사용자가 항상 지니고 있으므로 콘텐츠 소비를 활발하게 만들었고, 기술이 발전하면서 고화질이나 고사양의 콘텐츠도 소비가 가능케 되었다. 그리고 이러한 과정에서 트래픽을 선점한 플랫폼들이 콘텐츠 기능도 흡수하며 사업 다각화와 영역 확장을 이루어냈다. 이는 큰 의미가 있는데, 검색 포탈이나 메신저로는 해외 확장이 어려운 반면 콘텐츠를 통한 해외 진출은 좀 더 용이하기 때문이다.

그림79 TV 에서 OTT 로: OTT 서비스 이용률 추이



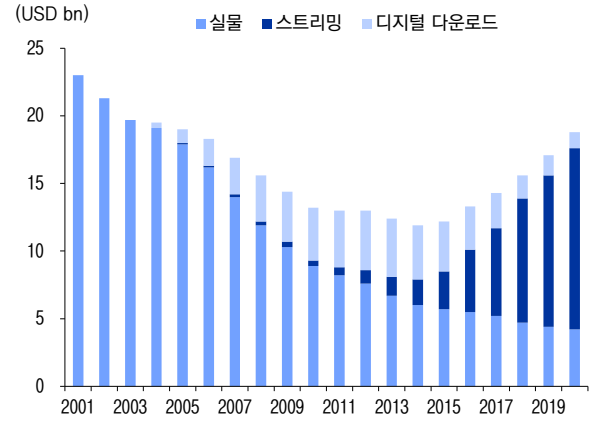
자료: 정보통신정책연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 실물 책에서 모바일로: 일본 형태별 만화 시장 규모



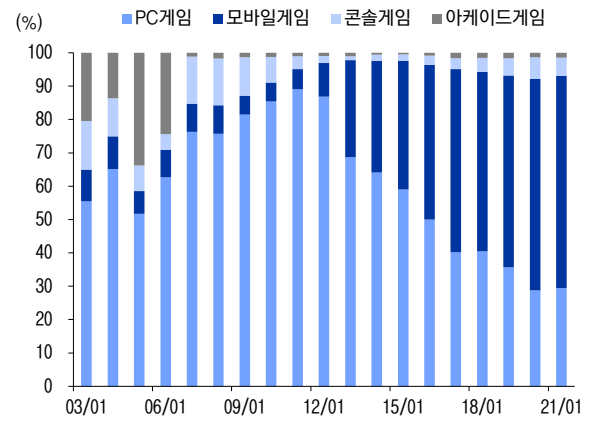
자료: 出版科学研究所, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 CD 에서 스트리밍으로: 글로벌 음악산업 수익



자료: IFPI, 이베스트투자증권 리서치센터

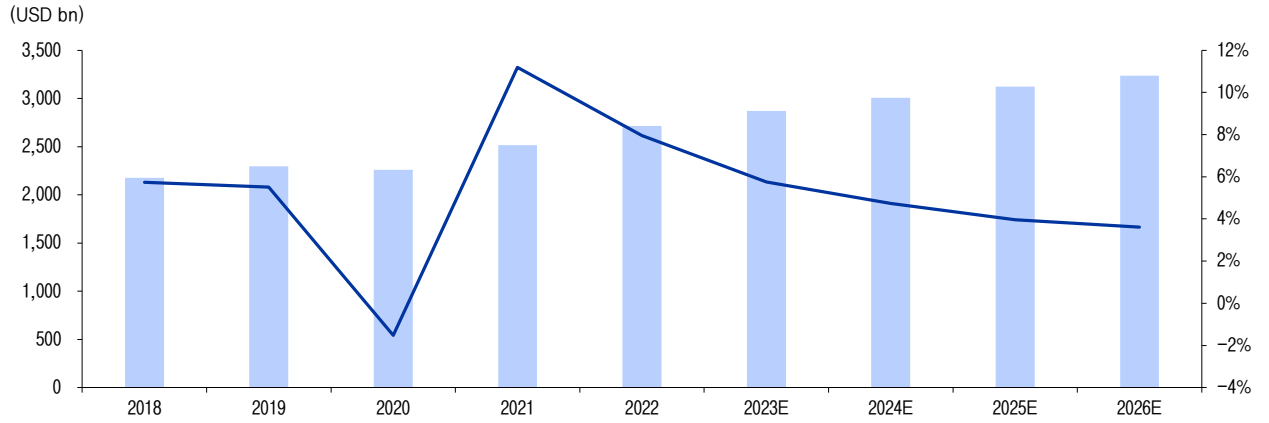
그림82 콘솔에서 모바일로: 게임 시장 매출 구성비 추이



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 전세계 콘텐츠 시장은 전년대비 11.2% 성장한 2조 5,138억달러 수준을 기록했다. 출판, 만화, 음악, 게임, 영화, 애니메이션, 방송, 광고, 지식정보, 캐릭터/라이선스까지 전 부문이 성장했으며, 코로나19 영향이 없었던 2019년 대비해서도 성장하며 빠른 회복이 나타났다. 이는 2026년까지 3조 2,380억달러 시장으로 성장할 전망이다.

그림83 **글로벌 콘텐츠 시장 규모 추이 및 전망**



자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

시간을 점유하고자 하는 플랫폼은 모두 콘텐츠 사업에 진출해 왔다. 구글은 2006년 유튜브를 16.5억달러에 인수하며 동영상 콘텐츠 시장을 선도하고 있고, 아마존도 2006년 프라임 비디오 서비스로 VOD 구매 및 대여 서비스와 자체 콘텐츠를 제공하고 있다. 바이두 또한 2010년 현재 중국 1위 OTT 플랫폼 아이치이를 통해 콘텐츠 사업 영역을 확대했다.

네이버와 카카오 또한 2000년대 초반부터 콘텐츠 투자를 시작했다. 네이버는 2004년 웹툰 서비스를 출시를 시작으로 음악 스트리밍, 동영상 플랫폼 등으로 확장했다. 카카오는 Daum 기준으로 2003년부터 웹툰 서비스를 시작했고 이후 2015년 엔진을 인수하며 카카오게임즈 설립, 2016년 로엔엔터테인먼트 인수, 카카오 픽코마 서비스 런칭에 이어 올해 3월 SM엔터테인먼트 경영권 인수로 사업 협력도 늘려나갈 전망이다.

온라인 광고 성장이 과거 대비 안정화 되고, 커머스 경쟁이 심화하는 과정에서 국내 플랫폼들은 이처럼 콘텐츠를 통한 사업 다각화를 모색해 왔다. 이러한 노력이 한 단계 레벨업 되어 이제는 해외 진출 전략이 활발하게 이루어지고 있다. 한국 콘텐츠 산업의 디지털 침투율은 높아져 있지만, 해외는 성장 여력이 남아있기 때문이다. 더불어 K-Pop, K-Drama 등의 인기로 한국 콘텐츠에 대한 수요가 높아진 것도 플랫폼들의 사업 확장에 유리한 환경이라는 판단이다.

2. 콘텐츠 제작: IP 보물 창고

콘텐츠를 만드려면 이야기가 필요하다. 이야기는 전달해 줄 주인공이 필요하다. 만화, 노래, 게임, 영화, 소설까지 큰 틀에서 모두 그렇다. 이야기와 주인공 모두 '가지고 있어야' 돈이 된다. 하나의 이야기와 주인공을 다양한 장르로 확장할 수 있고, 다양한 미디어로도 확장이 가능하며, 다양한 상품 사업도 할 수 있기 때문이다. 흔히들 OSMU(One Source Multi Use)라 부르는 방식이다. 콘텐츠 프랜차이즈 전략은 1928년 월트 디즈니의 미키 마우스 캐릭터가 테마파크에서 애니메이션 제작사로, 이어 TV 채널에서 영화제작, 엔터테인먼트 사업까지 확장할 수 있게 했다.

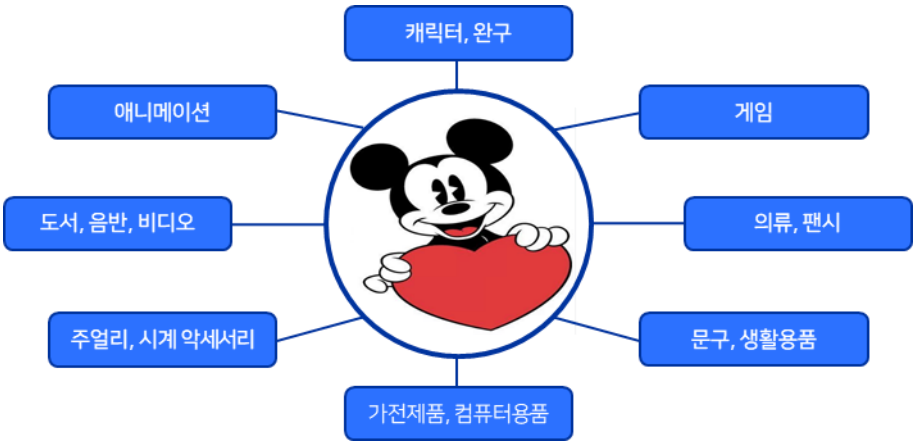
그림84 가수 H.O.T. → 영화 Age of Peace

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 천계영 작가 단행본 만화 '오디션' → 애니메이션

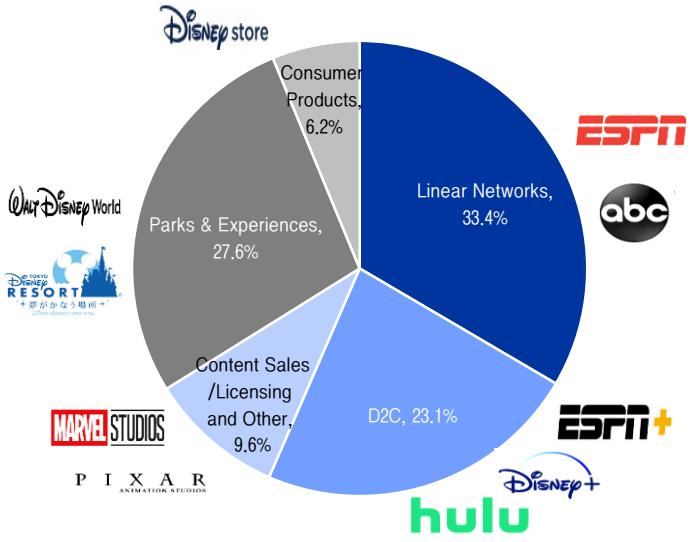
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 One Source Multi Use - 디즈니



자료: DISNEY, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 **DISNEY FY2022 매출 구성**



자료: DISNEY, 이베스트투자증권 리서치센터

이에 콘텐츠 사업을 강화하고자 하는 네이버와 카카오 모두 IP 확보 및 IP 기반 영상화에 집중할 전망이다. 두 회사 모두 2021년 웹소설 업체를 인수하며 IP 확대에 공을 들이고 있다. 웹소설은 그림이 필요없기 때문에 창작 및 업로드 속도가 빠를 수 있고, 주인공이나 배경 등이 이미지로 소비되지 않기 때문에 영상화 시 제작이 좀 더 자유롭다는 이점이 있다.

네이버: 왓패드로 IP 레벨업

네이버는 2023년 IP 기반 영상화를 적극적으로 확대하겠다. 그동안 신과 함께, 유미의 세포, 좋아하면 울리는, 스위트홈 등 네이버 웹툰에서 연재되었던 웹툰이 드라마나 영화 등으로 영상화 되었고 흥행을 거두었다. 현재 네이버는 스튜디오N, 플레이리스트, 스튜디오리코, 로커스 등의 제작 자회사를 통해 콘텐츠 제작을 진행 중이다.

그림88 **네이버웹툰 인기작 유미의 세포 → 드라마 제작**

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 **네이버웹툰 창작 플랫폼 성공작 로어 올림푸스**

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

이처럼 기존 네이버 웹툰 IP 뿐만 아니라 2021년 1월 6억달러에 인수한 북미 웹소설 플랫폼 왓패드(Wattpad)도 중요한 역할을 할 수 있을 것으로 전망한다. 왓패드는 MAU 9,400만명, 크리에이터 500만명, 작품수 10억편을 보유하고 있으며, 모바일 중심이다. 네이버는 왓패드 인수 이후 2021년 6월 왓패드 웹툰 스튜디오를 설립했고, 보유 IP를 활용해 웹소설에서 웹툰, 영상화로 이어지는 밸류체인 확장을 위한 기반을 마련했다. 실제로 네이버가 인수 전 왓패드에서 인기를 끌었던 보이그룹 원디렉션 출신 해리 스타일스의 팬픽(Fan Fiction) '애프터'는 2019년부터 4편째 영화화 되기도 했다. 왓패드 인기 웹소설인 '부트캠프'는 올해 영화화 제작이 완료되어 북미 지역 개봉일자 조정 중이다.

그림90 **왓패드 인기 웹소설 팬픽 시리즈 영화화**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 **왓패드 인기 웹소설 부트캠프 영화화**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

올해 네이버 웹툰과 왓패드 IP 28개가 영상화 될 예정이다. 통상 원작이 영상화되면 원작에 대한 관심도 같이 높아지면서 원작 관련 유료 결제액도 늘어나기 때문에, 판권 판매액 외의 부가 수익도 기대해 볼 수 있다. 왓패드는 2022년 상반기 당기순손실 141억원을 기록했는데, 올해 3월 전체 직원의 약 15%를 구조조정 하는 등 수익성 개선을 위한 노력도 함께 이어지는 중이라 성장과 내실을 함께 확보할 수 있다는 판단이다.

표7 네이버웹툰 원작 영상화 목록

출시 연도	작품명	구분
2017	고백부부	드라마
2017	멜로홀릭	드라마
2017	언터처블	드라마
2017	신과함께	영화
2018	은주의 방	드라마
2018	계룡선녀전	드라마
2018	내 아이디는 강남미인	드라마
2018	참치와 돌고래	드라마
2018	치즈인더트랩	영화
2018	여중생A	영화
2019	동네변호사 조들호2: 죄와 벌	드라마
2019	타인은 지옥이다	드라마
2019	조선로코 녹두전	드라마
2019	쌉니다 천리마마트	드라마
2020	어서와	드라마
2020	루갈	드라마
2020	놓지마 정신줄	드라마
2020	연애혁명	드라마
2020	스위트홈	드라마
2020	만찢남녀	드라마
2020	소녀의 세계	드라마
2020	여신강림	드라마
2020	기기괴괴 성형수	애니메이션
2020	노블레스	애니메이션
2020	신의 탑	애니메이션
2020	갓 오브 하이스쿨	애니메이션
2020	슈퍼 시크릿	애니메이션
2021	모범택시	드라마
2021	간 떨어지는 동거	드라마
2021	알고있지만,	드라마
2021	유미의 세포들	드라마
2021	지옥	드라마
2021	아이들은 즐겁다	영화
2022	지금 우리 학교는	드라마
2022	내과 박원장	드라마
2022	안나라수마나라	드라마
2022	내일	드라마
2022	청춘 블라썸	드라마
2022	금수저	드라마
2022	아일랜드	드라마
2022	좀비딸	애니메이션
2022	4DX 문유	애니메이션
2022	나노리스트	애니메이션
2022	외모지상주의	애니메이션
2023E	방과 후 전쟁활동	드라마
2023E	이번 생도 잘 부탁해	드라마
2023E	오늘도 사랑스럽개	드라마
2023E	이두나!	드라마
2023E	연의 편지	애니메이션
2023E	유미의 세포들	애니메이션
2023E	이두나!	애니메이션
2024E	청춘 블라썸	애니메이션

자료: 언론 취합, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오: IP 종합 선물세트

카카오 또한 웹툰과 웹소설 플랫폼에서 IP까지 확보한 종합 미디어 회사로 거듭나는 중이다. 원천 IP 확보를 위해 대원씨아이, 학산문화사, 디앤씨미디어, 서울미디어코믹스, 미스터블루 등에 투자를 단행했다. 2018년 3월에는 (舊)카카오M을 출범하면서 카카오페이지의 콘텐츠를 영상화해 왔는데, 현재 카카오엔터테인먼트가 IP를 보유한 웹툰을 크로스픽쳐스, BH엔터, 바람픽쳐스, 영화사 월광, 메가몬스터 등의 제작 자회사를 통해 자체 제작하고 있다.

표8 **카카오웹툰 원작 영상화 목록**

출시 연도	작품명	구분
2017	구해줘	드라마
2017	부암동 복수자들	드라마
2017	강철비	영화
2018	김비서가 왜 그럴까	드라마
2018	탁구공	드라마
2018	죽어도 좋아	드라마
2018	일단 뜨겁게 청소하라!!	드라마
2019	아이템	드라마
2019	좋아하면 울리는	드라마
2019	어쩌다 발견한 하루	드라마
2019	0.0MHz	영화
2019	시동	영화
2020	이태원 클라쓰	드라마
2020	메모리스트	드라마
2020	계약우정	드라마
2020	쌍갑포차	드라마
2020	저녁 같이 드실래요?	드라마
2020	아만자	드라마
2020	경이로운 소문	드라마
2020	해치지 않아	영화
2020	강철비2: 정상회담	영화
2021	아직 낫서른	드라마
2021	나빌레라	드라마
2021	이미테이션	드라마
2021	멀리서 보면 푸른 봄	드라마
2021	술꾼도시여자들	드라마
2021	Dr. 브레인	드라마
2021	그림자 미녀	드라마
2021	펌킨타임	드라마
2021	러브 앤 위시	드라마
2021	샤크: 더 비기닝	영화
2022	사내맞선	드라마
2022	어게인 마이 라이프	드라마
2022	징크스의 연인	드라마
2022	미남당	드라마
2022	아쿠아맨	드라마
2022	무빙	드라마
2022	빌린 몸	드라마
2022	샤크	드라마
2023E	신성한, 이혼	드라마

자료: 언론 취합, 이베스트투자증권 리서치센터

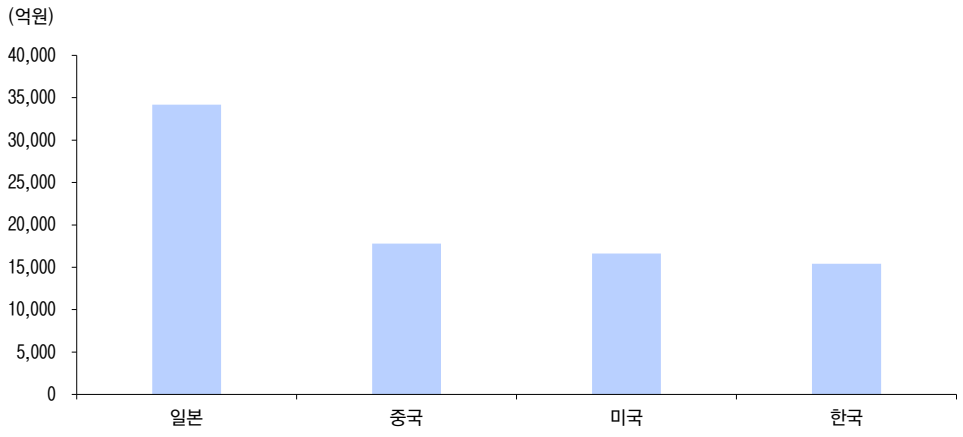
2020년 카카오는 슈퍼 웹툰 프로젝트를 선보이면서, 영상화 IP를 전방위적으로 발굴하겠다는 슬로건을 내세운 바 있다. 영상화가 가능한 지의 여부부터 IP의 완성도, 대중성, 글로벌 시장에서 성공 가능성 여부 등을 종합적으로 검토하고 이를 통한 IP 사업 확장을 진행하는 식이다. 이후 '이태원 클라쓰', '승리호', '강철비' 등이 영상화 되었고 큰 성과를 냈다. 글로벌 누적 조회수 142억뷰를 기록한 '나혼자만 레벨업'은 웹소설로 시작해 웹툰으로 확장되었고, 올해 하반기에는 넷마블을 통해 게임으로, 일본 제작사 A1픽처스를 통해 애니메이션으로 만들어질 예정이다.

2021년부터는 해외 IP 확보에도 나섰다. 카카오는 2012년 북미 최초 설립된 웹툰 플랫폼 타파스(Tapas Media Inc.)와 2016년 전략적 콘텐츠 제휴 관계를 맺고 협력을 이어 왔었는데, 2021년 추가 지분을 확보해 100% 자회사로 인수했다. 이와 동시에 북미 모바일 웹소설 플랫폼 래디쉬(Radish)를 5,000억원에 인수했다. 2016년 설립된 래디쉬는 2019년부터 집단 창작 시스템을 바탕으로 한 자체 제작 콘텐츠 래디쉬 오리지널로 인기 작품을 배출해 왔다. 2020년에는 연간 매출액이 10배 이상 증가한 230억원을 기록했는데, 이 중 90% 가량이 오리지널 IP에서 나오고 있어 콘텐츠 경쟁력이 있다는 판단이다.

3. 콘텐츠 유통: 웹툰의 시대

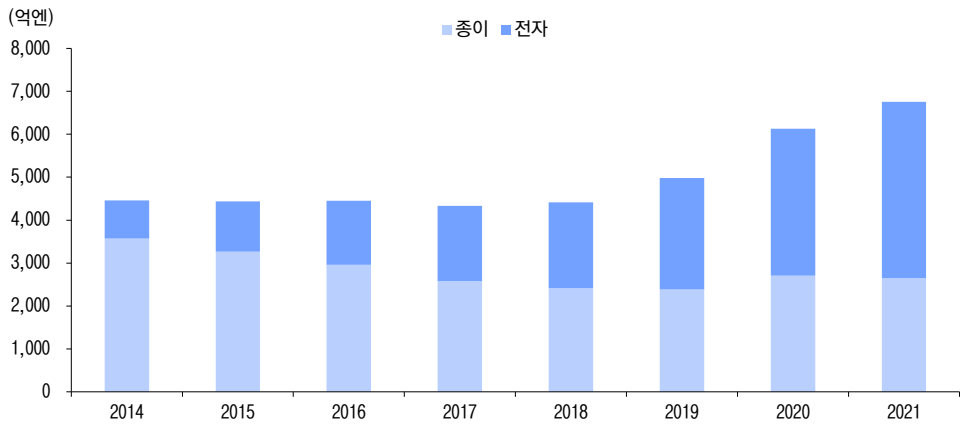
콘텐츠 유통, 이중에서도 웹툰 플랫폼 사업은 네이버와 카카오의 캐쉬 카우다. 카카오와 네이버는 각각 카카오픽코마와 라인망가 서비스를 통해 일본 웹툰 시장 점유율 1,2위를 차지하고 있다. 이는 큰 의미가 있는데, 세계 만화 시장 매출 중 절반 가까이가 일본에서 발생하고 있기 때문이다. 2021년 일본의 만화 시장 규모는 6,759억엔 수준인데, 코로나19 이후 전자 만화로 빠르게 전환되고 있는 점이 특징이다. 그동안 만화 플랫폼이 종이책에서 온라인으로 넘어오는 동안에도 일본 콘텐츠 제작사들은 여전히 아날로그 방식을 고수했고, 이에 디지털 전환에 실패했다. 그리고 이 시장을 카카오와 네이버가 선점할 수 있었다.

그림92 **글로벌 디지털 만화시장 규모(2020 년 기준)**



자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 **일본 만화 시장 규모: 전자 만화로의 전환 중**



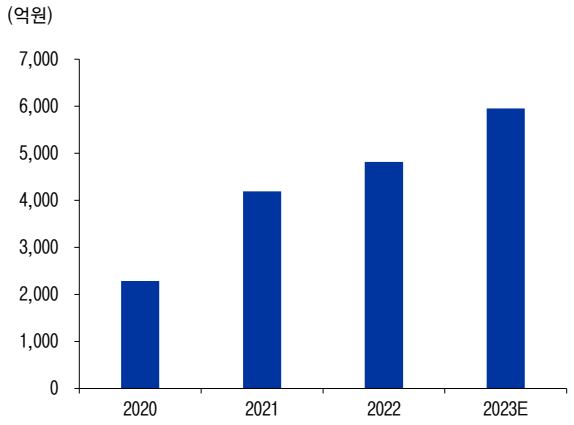
자료: 出版科学研究所, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오픽코마는 2016년 4월 일본에서 서비스를 시작한 이후 일본 앱 기반 웹툰 점유율 50% 이상을 차지하는 1위 앱이다. 픽코마 서비스는 1)출판 만화를 에피소드별로 분절해 판매, 2) 웹툰 형태에 최적화된 UI/UX, 3)'기다리면 0엔' 등 한국에서 성공했던 방식을 적용했고, 이를 통해 지난 해까지 27분기 내내 성장세를 이어가고 있다. 특히 픽코마는 M&A가 아니라 카카오가 자체적으로 기획하고 운영해 성공시킨 사례라는 점에 큰 의미가 있다.

그림94 **카카오픽코마**

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

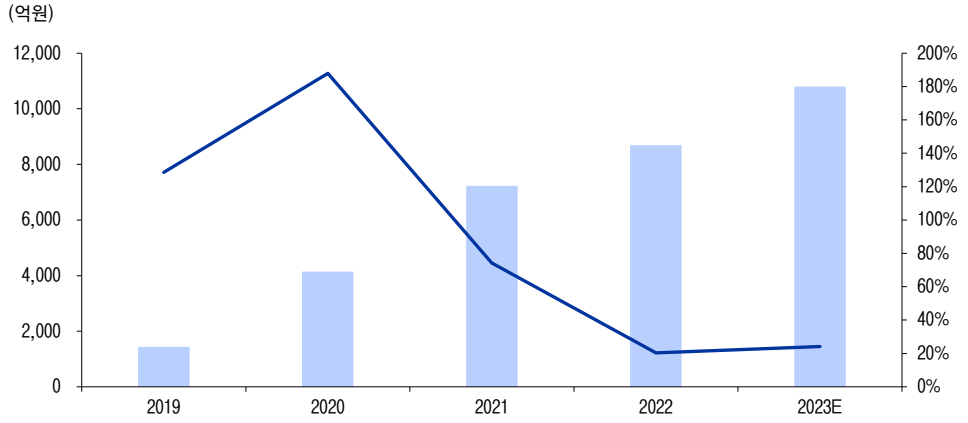
그림95 **카카오픽코마 매출액 추이 및 전망**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오픽코마의 2022년 거래액은 전년대비 20.3% 성장한 8,698억원을 기록했다. 2022년 일본 전자 만화 시장이 9% 성장했음에도 동사의 픽코마 서비스는 두자릿수 성장률을 이어갔는데, 이는 픽코마의 양질 콘텐츠 풀과 큐레이션 능력을 방증하는 대목이라 볼 수 있다. 수익성도 양호한 흐름이다. 카카오픽코마는 2022년 3분기부터 마케팅 효율화 작업을 진행하면서 사상 최대 분기 영업이익을 기록했고, 동시에 MAU도 1,000만명을 돌파하는 성과를 거뒀다. 2023년 카카오픽코마의 거래액은 전년대비 24.2% 증가한 1조 803억원을 예상하고, 매출액 또한 두자릿수 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

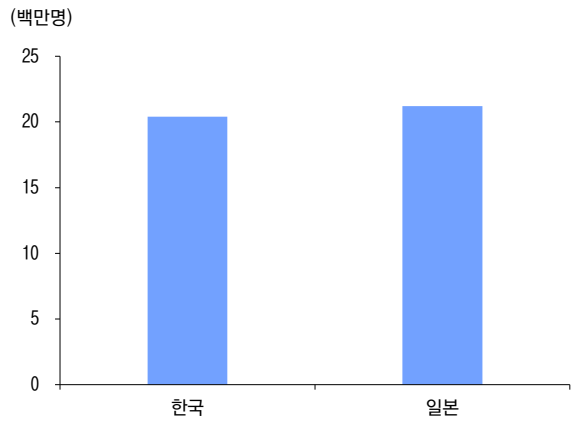
그림96 **카카오픽코마 거래액 추이 및 전망**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

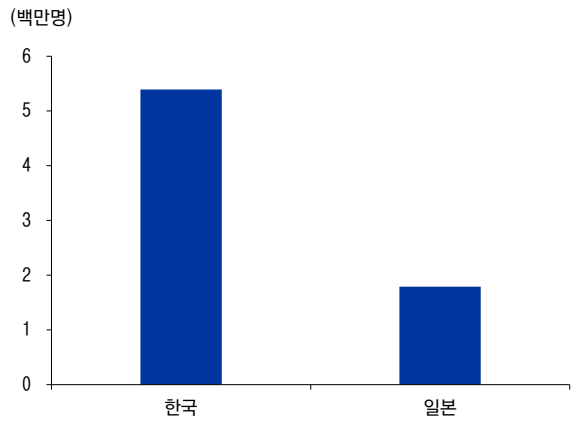
2022년 기준 네이버 콘텐츠 사업에서 웹툰 비중은 85%으로 압도적이다. 지역별로는 일본이 가장 중요한 시장이다. 서두에 언급한 것처럼 일본 디지털 만화 시장 규모가 세계 최대인 것도 있지만, 네이버 서비스 기준 인당 결제액이 높기 때문이다. 2022년 2분기에 네이버가 공개한 국가별 웹툰 사업 실적에 따르면, 일본의 유료 이용자수는 179만명으로 한국 대비 33%에 불과했지만 인당 결제액은 한국 대비 3배 이상이었다. 이에 일본 내 유료 이용자수 증가를 통한 실적 개선 여력이 충분하다는 판단이다. 국내 사업은 이미 20%에 근접한 영업이익률을 낼 수 있는 체력을 확보하고 있기 때문이다.

그림97 **한국 vs. 일본 네이버 웹툰 MAU는 비슷하나**



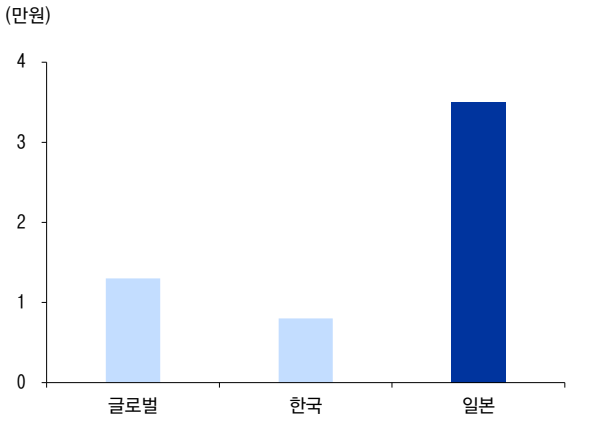
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 **일본은 PU 기준으로 성장 여력 충분**



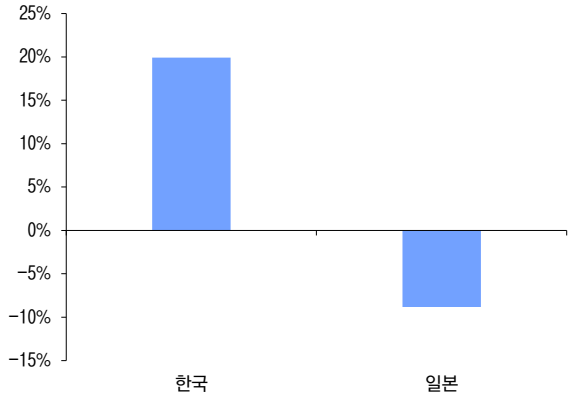
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 **월등히 높은 일본 ARPPU**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 **한국 vs. 일본 2Q22 웹툰 사업 영업이익률**



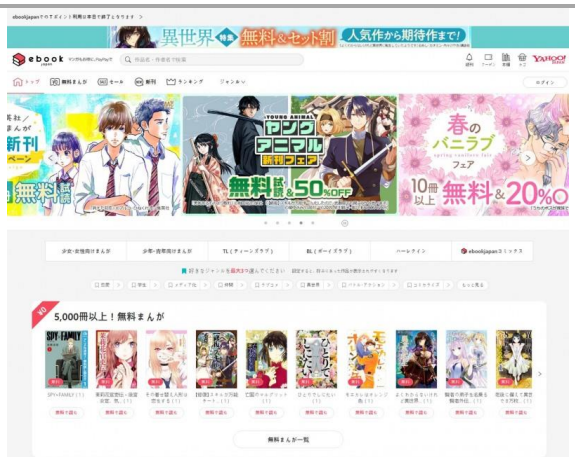
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

따라서 네이버 웹툰 사업은 올해 해외, 특히 일본 사업 개선에 주목할 필요가 있다. 올해는 기존 네이버가 일본 내 서비스 중이었던 1)라인망가와 2022년 3월 인수한 이북재팬의 통합과, 2)유료 결제자를 늘리는 전략을 기대해 볼 만 하다. 이북재팬은 일본의 전자책 서비스 업체로, 80만개 이상의 작품을 가지고 있고 만화 콘텐츠 거래액이 85% 수준이다. 또한 이북재팬 ARPPU는 4.8만원에 달한다. 이와 더불어 라인망가는 모바일 앱 중심인 반면, 이북재팬은 야후재팬과 연동돼 웹 중심이며 대중 인지도가 높다. 이에 라인망가와 이북재팬의 서비스 연동을 통한 시너지를 기대해 볼 수 있다. 연동 작업 완료 시점은 올해 상반기를 목표로 하고 있으며, 이를 통한 일본 시장에서의 점유율 회복 또한 주목할 필요가 있겠다.

그림101 **이북재팬 주가 추이**

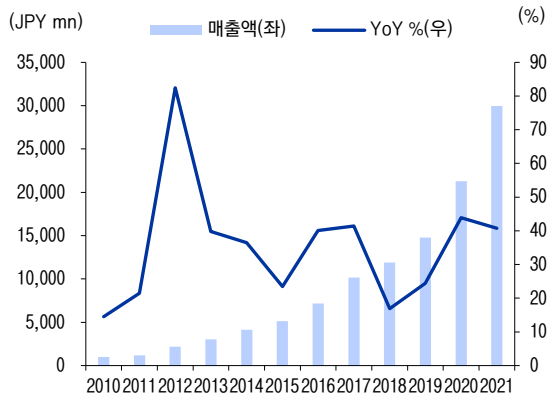
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 **이북재팬**



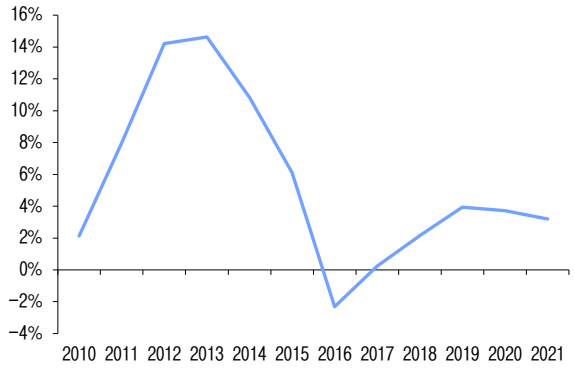
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 이북재팬 연간 실적 추이



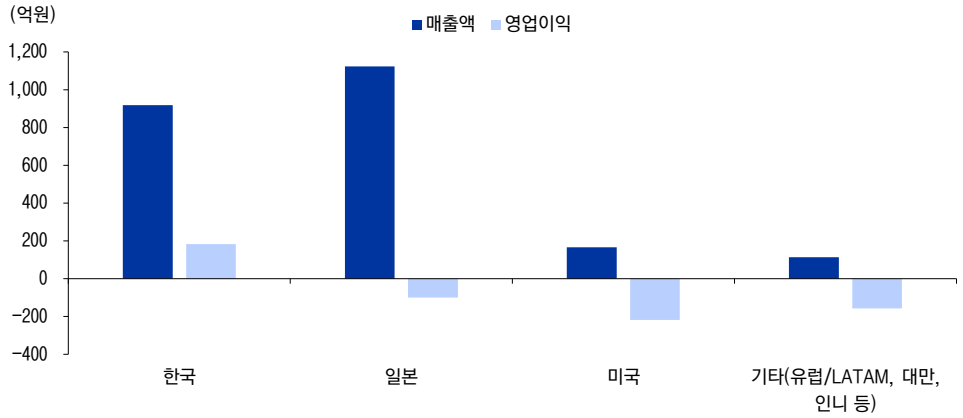
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 1월 결산

그림104 이북재팬 연간 영업이익률 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 1월 결산

그림105 네이버 웹툰 국가별 실적(2Q22 기준)



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

Part V

결론 및 투자의견

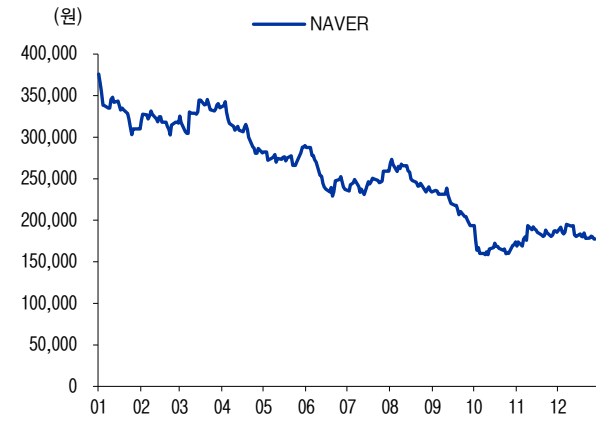
결론 및 투자의견

인터넷/플랫폼 업종 의견 Overweight로 분석 개시

플랫폼, 체질 개선 진행 중

인터넷/플랫폼 업종에 대해 의견 Overweight를 제시하며 분석을 개시한다. 과거 닷컴버블 시기 수많은 인터넷 기업들이 사라진 것과 마찬가지로, 코로나19로 성장했던 업체들이 투자에 어려움을 겪고 있고 IPO를 연기하는 등 어려운 시기를 지나고 있다. 더불어 빅테크와 유니콘 모두 양적 완화 정책 종료와 글로벌 공급망 위기 등 비우호적인 매크로 환경을 맞이했다. 2022년 한 해 주가 성과는 그 내용을 여실히 보여줬다.

그림106 2022 년 연중 NAVER 주가 추이



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 2022 년 연중 카카오 주가 추이

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

옥석 가리기 이후 또다른 승자 탄생 기대

그럼에도 불구하고, 닷컴버블 시기에 살아남았던 기업들이 그 이후 폭발적인 성장을 이뤘다는 것은 주목해야 한다. 불리한 거시 경제 상황을 직면한 플랫폼 업체들은 과감히 구조조정을 단행하고 신사업 투자도 중단하는 등 체질 개선 과정을 거치는 중이다. 매크로 불확실성은 다소 잦아든 상태다. 주가는 부담 없는 수준으로 내려왔다. 플랫폼은 이미 우리 생활 속에 깊게 침투해 있는 만큼, 이 과정을 지나고 나면 또다른 승자가 탄생할 것으로 전망한다.

Top-pick: NAVER (035420)

인터넷/플랫폼 업종 Top-pick으로 NAVER를 제시한다. 투자의견 Buy, 목표주가는 275,000원이다. 2023년 연간 매출액은 전년대비 21.7% 증가한 10조 67억원, 영업이익은 전년대비 11% 증가한 1조 4,483억원을 추정한다. 올해 광고 산업은 2분기 이후부터 회복하겠으며, 커머스 부문은 D2C 채널의 시장 점유율 확대와 여행/예약의 회복, 포쉬마크 연결로 성장세가 돋보일 것으로 예상한다. 동사는 올해 7월 서치 GPT를 공개할 예정인데, 이를 통해 중장기적 관점에서 검색의 품질 향상과 커머스 기능 강화에 힘을 실어줄 것을 전망한다.

표9 글로벌 빅테크 피어 실적 및 밸류에이션

(백만)	실적(USD)				성장률(%)			수익성(%)		Valuation(배)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
APPLE	2022	394,328	119,437	99,803	7.8	9.6	5.7	30.3	25.3	24.6	47.3	17.8	175.5
	2023E	387,596	112,379	93,872	-1.7	-5.9	-5.9	29.0	24.2	27.8	46.2	20.6	165.8
	2024E	414,336	121,153	101,105	6.9	7.8	7.7	29.2	24.4	25.0	32.4	19.2	151.2
MICROSOFT	2022	198,270	83,383	72,738	18.0	19.3	14.6	42.1	36.7	28.0	11.5	18.8	44.8
	2023E	209,848	85,269	69,563	5.8	2.3	-4.4	40.6	33.1	30.3	10.4	20.8	36.4
	2024E	233,353	97,748	80,100	11.2	14.6	15.1	41.9	34.3	26.2	7.7	18.2	34.1
ALPHABET	2022	282,836	74,842	59,972	9.8	-4.9	-5.3	26.5	21.2	18.1	4.4	11.2	25.2
	2023E	246,002	77,068	65,156	-13.0	3.0	8.6	31.3	26.5	18.7	4.8	10.9	24.0
	2024E	276,514	91,168	76,092	12.4	18.3	16.8	33.0	27.5	15.7	4.1	9.6	25.1
AMAZON	2022	513,983	12,248	-2,722	9.4	-50.8	-68.6	2.4	-0.5	113.9	5.9	15.0	5.3
	2023E	555,706	19,484	13,910	8.1	59.1	-611.0	3.5	2.5	41.7	6.0	13.2	11.5
	2024E	624,692	33,464	25,218	12.4	71.8	81.3	5.4	4.0	29.8	4.7	10.9	14.2
TESLA	2022	81,462	13,832	12,556	51.4	113.8	131.8	17.0	15.4	33.7	8.7	20.4	33.9
	2023E	100,083	11,812	10,843	22.9	-14.6	-13.6	11.8	10.8	45.8	9.8	27.8	23.3
	2024E	128,645	18,568	16,620	28.5	57.2	53.3	14.4	12.9	32.0	7.4	20.1	25.4
META PLATFORMS	2022	116,609	33,555	23,200	-1.1	-28.2	-30.6	28.8	19.9	11.9	2.5	6.8	21.7
	2023E	121,916	34,106	26,144	4.6	1.6	12.7	28.0	21.4	17.3	3.9	9.2	19.9
	2024E	135,918	42,019	32,013	11.5	23.2	22.4	30.9	23.6	14.2	2.9	7.8	21.7
ALIBABA	2022	127,022	10,840	12,551	20.6	24.2	22.9	8.5	9.9	12.7	1.8	7.5	9.8
	2023E	126,919	14,712	10,672	-0.1	35.7	-15.0	11.6	8.4	11.2	2.5	6.5	9.3
	2024E	140,338	17,964	16,569	10.6	22.1	55.3	12.8	11.8	10.4	2.1	5.8	11.5
WALT DISNEY	2022E	83,745	8,460	3,145	24.2	131.2	96.9	10.1	3.8	36.9	1.8	15.4	5.1
	2023E	90,316	12,828	7,114	7.8	51.6	126.2	14.2	7.9	24.6	1.8	15.1	7.2
	2024E	96,241	15,902	9,569	6.6	24.0	34.5	16.5	9.9	18.5	1.7	12.7	8.9
NETFLIX	2022E	31,635	5,502	4,629	20.6	24.2	22.9	17.4	14.6	31.1	7.2	24.2	24.4
	2023E	33,921	6,416	5,023	7.2	16.6	8.5	18.9	14.8	29.2	6.1	21.1	21.6
	2024E	38,012	7,927	6,397	12.1	23.6	27.4	20.9	16.8	22.5	5.1	17.0	22.0
TENCENT	2022E	80,479	22,978	16,477	20.6	24.2	22.9	28.6	20.5	25.1	3.2	18.8	13.3
	2023E	90,220	28,306	22,133	12.1	23.2	34.3	31.4	24.5	20.5	3.2	14.7	18.7
	2024E	101,018	32,226	25,607	12.0	13.8	15.7	31.9	25.3	17.4	2.7	13.2	18.4

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 6월 결산(MICROSOFT), 9월 결산(APPLE, DISNEY)

기업분석

NAVER (035420)	64
카카오 (035720)	95

Universe

종목명	투자판단	목표주가
NAVER	Buy(신규)	275,000 원(신규)
카카오	Buy(신규)	75,000 원(신규)

NAVER (035420)

2023. 4. 26 | 인터넷/플랫폼

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

플랫폼의 정석, 전 부문 레벨업

국내 1위 검색 포털, AI로 한번 더 도약 예정

네이버는 국내 1위 인터넷 검색포털 네이버 서비스를 기반으로 광고, 커머스, 핀테크, 콘텐츠 사업을 영위하고 있다. 동사는 포털 내 검색광고 서비스를 시작으로 약 4,000만명이 넘는 사용자수를 확보하고 있으며, 이를 통해 다양한 사업으로 확장하며 성장해 왔다. 2023년 연결 기준 매출액은 전년대비 21.7% 증가한 10조 67억원, 영업이익은 전년대비 11% 증가한 1조 4,483억원을 전망한다.

전 부문이 레벨업 거치는 중

네이버의 검색은 올해 7월에 공개될 서치 GPT 서비스를 통해 레벨업 될 예정이다. 서치 GPT는 5,600억개 토큰으로 한국어 데이터를 구축한 LLM 하이퍼클로바X를 기반으로 하고 있는데, Chat GPT에 대비해 한국어 데이터를 6,500배 더 학습했다는 점이 강점으로 꼽히고 있다. 향후 검색에 도입 시 이용자가 기존 지식iN이나 블로그에서 정보 취사 선택 과정을 거쳐야 하는 부분을 줄일 수 있을 것으로 전망한다. 검색의 품질 향상과 더불어 서치 GPT의 도입은 네이버의 커머스 기능에도 힘을 실어줄 것을 전망한다. 네이버 커머스 내 하이퍼클로바를 활용한 새로운 기능도 개발하고 있어, 개인화된 사용자 경험을 통해 구매전환율 제고가 가능할 것으로 전망한다.

콘텐츠 사업에서는 기존 일본 내 서비스 중이었던 라인망가를 2022년 3월 인수한 이북재팬과 통합하는 작업을 상반기 중 완료할 계획이며, 핀테크 부문 신규 서비스 런칭과 함께 삼성페이와 네이버페이와의 협업으로 시너지 가속화가 전망된다.

투자의견 Buy, 목표주가 275,000원으로 커버리지 개시

네이버에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 275,000원으로 커버리지를 개시한다. 밸류에이션은 각 사업 부문의 적정가치를 기반으로 Sum-of-the-parts 방식으로 산정했다. 올해 광고 산업은 2분기 이후부터 회복하겠으며, 커머스 부문은 D2C 채널의 시장 점유율 확대와 여행/예약의 회복, 포쉬마크 연결로 성장세가 돋보일 것으로 예상한다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	275,000 원
현재주가	186,100 원
상승여력	47.8 %

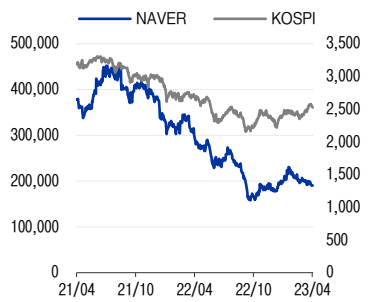
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (4/25)		2,489.02 pt
시가총액		305,295 억원
발행주식수		164,049 천주
52 주 최고가/최저가		300,000 / 158,500 원
90 일 일평균거래대금		1,854.22 억원
외국인 지분율		47.3%
배당수익률(23.12E)		0.5%
BPS(23.12E)		144,052 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-11.2%
	6 개월	1.1%
	12 개월	-29.2%
주주구성	자사주 (외 1 인)	8.4%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
	BlackRock (외 14 인)	5.1%

Stock Price



Financial Data

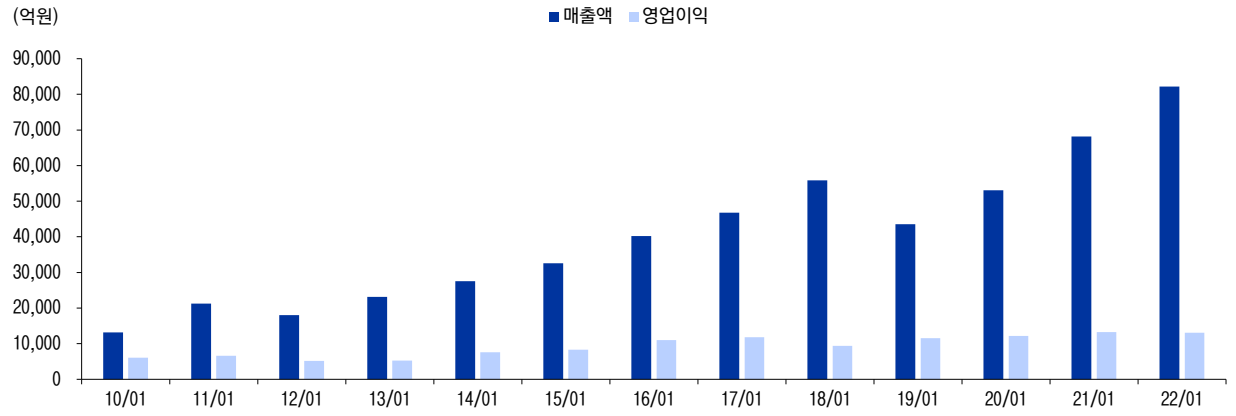
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	6,818	1,325	2,126	16,478	110,449	1,525.3	1,759	3.4	35.8	2.6	106.7
2022	8,220	1,305	1,084	673	5,069	-95.4	1,866	35.0	16.1	1.3	3.3
2023E	10,007	1,448	1,537	926	6,831	34.8	2,115	27.2	15.0	1.3	4.4
2024E	11,425	1,677	1,823	1,114	8,322	21.8	2,407	22.4	13.1	1.2	5.2
2025E	13,032	1,986	2,191	1,339	10,002	20.2	2,794	18.6	11.1	1.2	5.9

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1. 기업 개요

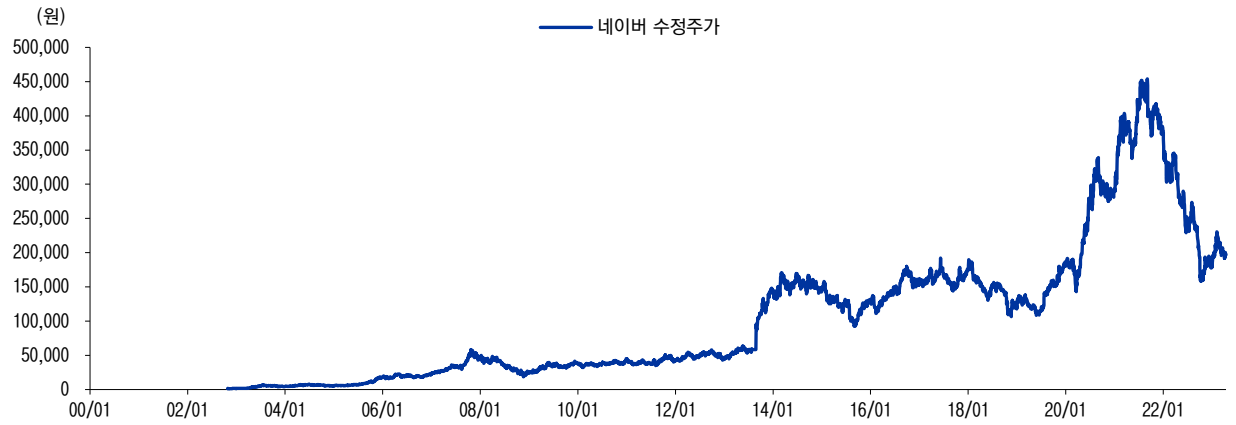
네이버는 국내 1위 인터넷 검색포털 네이버 서비스를 기반으로 광고, 커머스, 핀테크, 콘텐츠 사업을 영위하고 있다. 동사는 포털 내 검색광고 서비스를 시작으로 약 4,000만명이 넘는 사용자수를 확보하고 있으며, 이를 통해 다양한 사업으로 확장하며 성장해 왔다. 2022년 연결 기준 매출액은 전년대비 20.6% 증가한 8조 2,201억원, 영업이익은 전년대비 1.6% 감소한 1조 3,047억원을 기록했다. 부문별로는 검색과 디스플레이 광고사업을 영위하는 서치 플랫폼 매출 비중이 43.4%, 커머스 21.9%, 핀테크 14.4%, 콘텐츠 15.3%, 클라우드 4.9%로 구성돼 있다.

그림108 **네이버 역대 실적 추이**



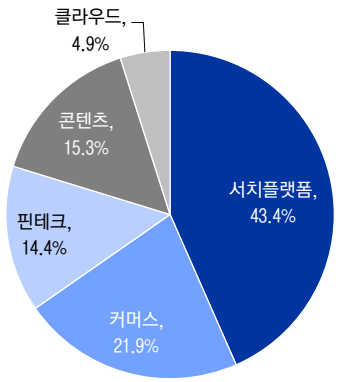
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 **네이버 역대 주가 추이**



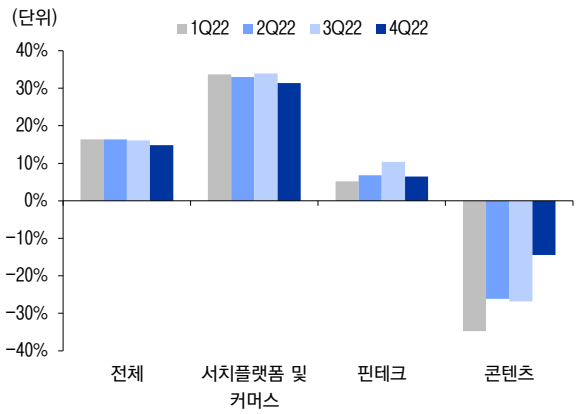
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 네이버 부문별 매출액 비중(2022 년말 기준)



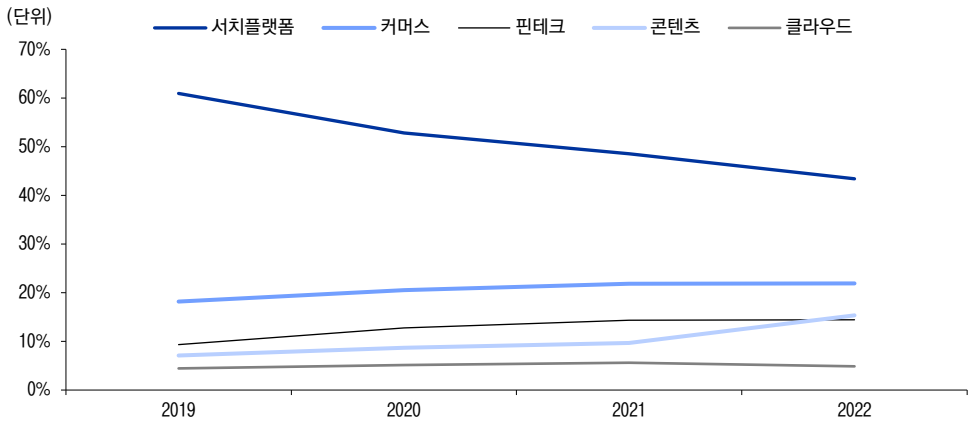
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 네이버 부문별 영업이익률 추이



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 네이버 연간 부문별 매출 비중 추이



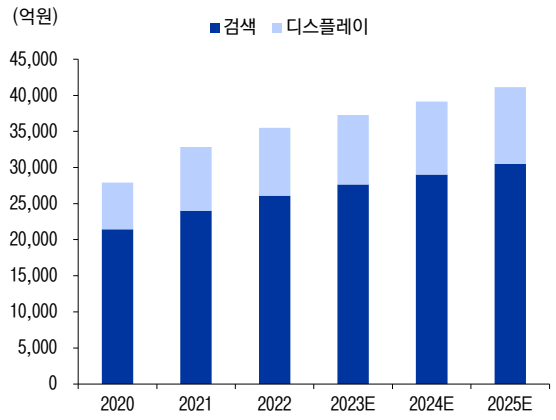
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

부문별 수익성은 서치플랫폼이 가장 높다. 전사 기준 수익성 개선은 콘텐츠와 클라우드 부문의 적자를 줄이는 것이 가장 중요하다. 올해 1분기는 광고 사업 비수기로 매출 둔화가 예상하고, 포쉬마크 연결 반영 시작 등의 이슈로 영업이익에 불리한 영향이 일부 있을 것으로 판단한다. 다만 하반기 경기 회복세가 기대되는 만큼 안정적인 사업 부문의 회복과 신사업 적자 축소 노력으로 실적은 반등을 전망한다.

2. 서치플랫폼

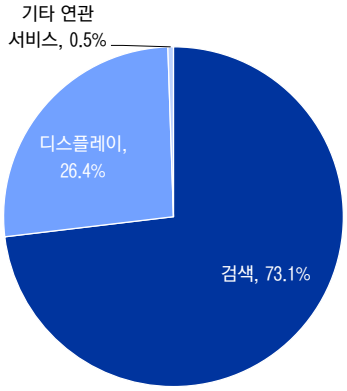
네이버의 2022년 서치플랫폼 매출액은 전년대비 8% 증가한 3조 5,680억원을 기록했으며, 전사 실적의 Cash cow 역할을 해주고 있다. 상품별로 살펴보면, 서치플랫폼 매출액 중 73%가 검색광고에서 발생하고, 나머지는 디스플레이 광고 및 연관 서비스 매출이다. 2022년은 경기 침체로 인해 검색광고가 선방했다. 검색광고는 키워드 기반 광고로 디스플레이 대비 단가가 낮고, 롱테일 기반의 소상공인 수요가 많아 경기 변동에 상대적으로 영향을 덜 받기 때문이다. 네이버가 사업을 확장하고 서비스를 늘릴수록, 광고지면과 인벤토리도 함께 늘어나기 때문에 꾸준한 성장이 이뤄지고 있다.

그림113 **네이버 서치플랫폼 매출액 추이 및 전망**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

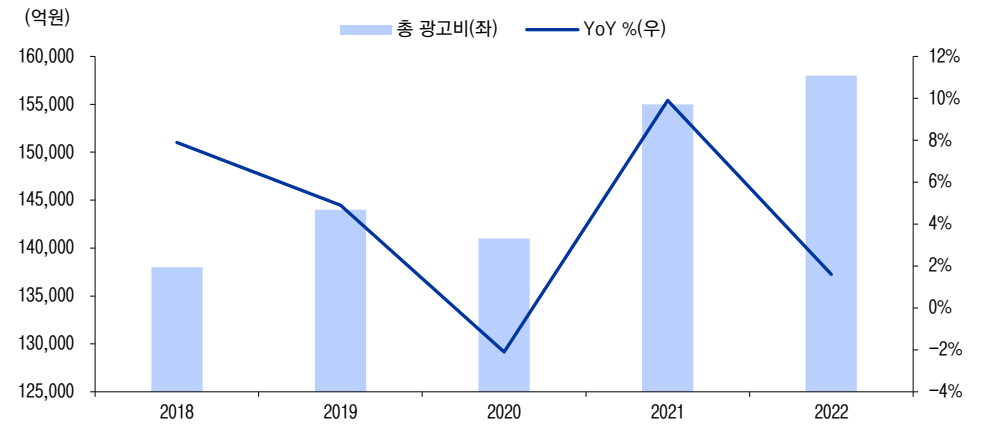
그림114 **서치플랫폼 매출액 구성(2022 년말 기준)**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

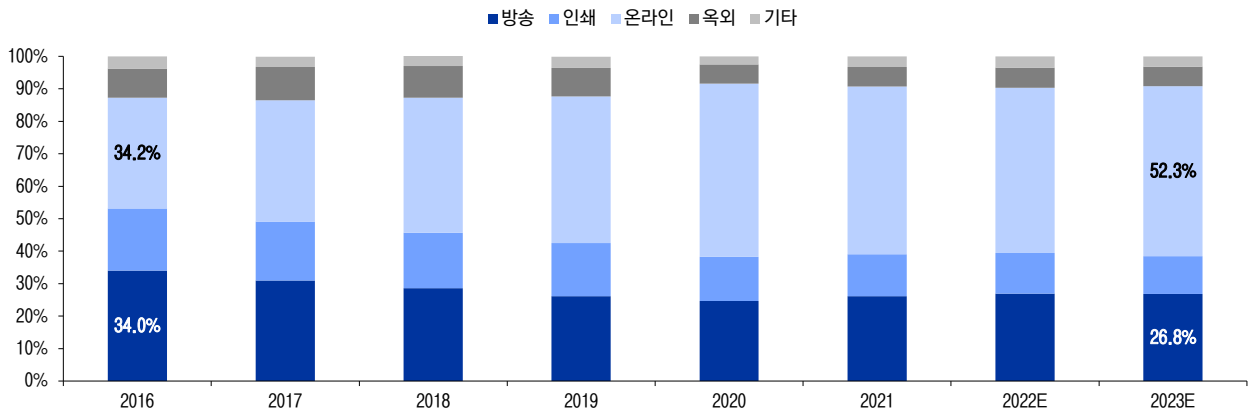
올해는 검색과 디스플레이 모두 한자릿수의 성장률을 전망한다. 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 지속되고 있고, 한국 또한 고물가와 고금리 상황으로 인해 소비 심리가 지난 2년간 대비 위축된 상태다. 광고 산업은 경기와 동행하기 때문에 올해 둔화를 피하기는 쉽지 않을 것으로 전망한다. 다만, 광고주들이 예산이 제한되어 있다보니 오히려 소수의 매체에 집중해서 온라인 광고를 집행 중이고, 이에 동사의 점유율은 견고할 수 있어 긍정적이다. 2023년 네이버의 서치플랫폼 매출액은 전년대비 5.1% 증가한 3조 7,491억원을 예상하고, 영업이익률은 35% 이상 수준을 안정적으로 이어갈 것을 전망한다.

그림115 국내 총 광고비 추이 및 전년대비 증감률



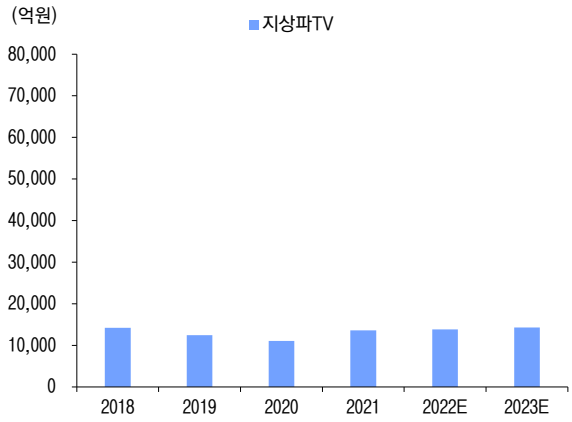
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 주요 매체별 광고비 비중 변화: 온라인 비중이 방송을 역전



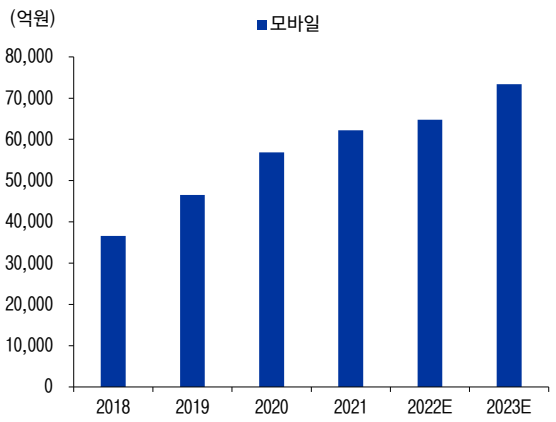
자료: 방송통신광고통계시스템, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 방송은 지상파TV/DMB, 라디오, PP/SO, 위성방송/IPTV 포함

그림117 지상파 TV 광고비 추이 및 전망



자료: 방송통신광고통계시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 모바일 광고비 추이 및 전망



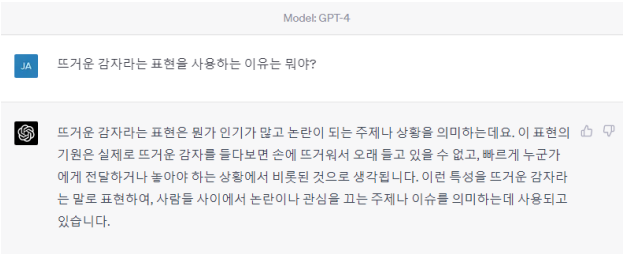
자료: 방송통신광고통계시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

네이버의 검색은 올해 7월에 공개될 서치 GPT 서비스를 통해 레벨업 될 예정이다. 서치 GPT는 5,600억개 토큰으로 한국어 데이터를 구축한 LLM 하이퍼클로바X를 기반으로 하고 있는데, 이는 네이버 뉴스 50년치, 네이버 블로그 9년치와 비슷한 규모다. Chat GPT에 대비해 한국어 데이터를 6,500배 더 학습했다는 점이 강점으로 꼽히고 있다. 네이버 최수연 대표는 생성 AI의 단점으로 꼽히는 신뢰성이나 최신 정보의 반영 여부 등을 해결하기 위한 노력 중이라 밝혔으며, 추후 데이터가 충분히 쌓이면 이를 네이버 검색에 도입하겠다 덧붙인 바 있다. 이를 통해 이용자가 검색 시 기존 지식iN이나 블로그에서 정보 취사 선택 과정을 거쳐야 하는 부분을 줄일 수 있을 것으로 전망한다.

그림119 **뜨거운 감자: 네이버 검색, 추가 수집이 필요**

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 **뜨거운 감자: Chat GPT 검색**



자료: OpenAI, 이베스트투자증권 리서치센터

검색의 품질 향상과 더불어 서치 GPT의 도입은 네이버의 커머스 기능에도 힘을 실어줄 것을 전망한다. 네이버는 2017년 출시한 AiTEMS 시스템을 통해 개인화 추천 서비스를 제공 중이다. 현재 네이버 커머스 상품 거래액의 8% 수준이 AiTEMS를 통해 발생하고 있으며, 클릭 수는 10% 수준을 점유하고 있다. AiTEMS에 지속적으로 자연스러운 개인화 추천을 제공하기 위한 기술을 고도화 중인데, 사용자 취향 변화를 즉각 반영하는 '실시간 추천 모델'과 실시간 이력을 수집하고 추천하는 결과 추론 시스템을 가지는 '세션 기반 추천'등이 있다. 더불어 하이퍼클로바를 활용한 새로운 기능도 개발하고 있어, 개인화된 사용자 경험을 통해 구매전환율 제고가 가능할 것으로 전망한다.

그림121 **발레슈즈 추천: 네이버 검색**

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

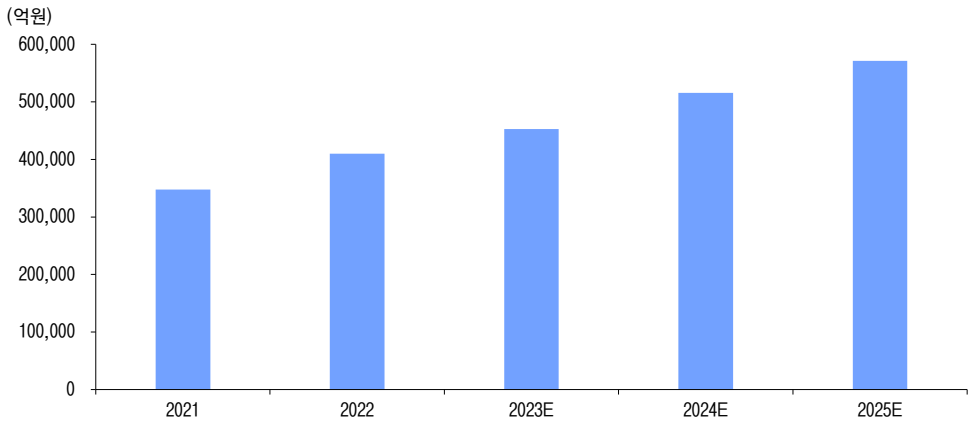
그림122 **발레슈즈 추천: Bing 검색**

자료: Bing, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 커머스: 사업하기 제일 쉬운 세상

네이버의 2022년 커머스 부문 GMV는 전년대비 18.0% 성장한 41조원, 매출액은 전년대비 21.0% 성장한 1조 8,011억원을 기록했다. 커머스 부문은 스마트 스토어, 브랜드 스토어, 여행/예약, 크림, 멤버십 서비스로 구성되어 있고, 거래액 중 가장 비중이 높은 사업은 스마트스토어 서비스다. 더불어 최근 성장이 빠르게 나타나는 부문은 여행/예약 사업과 리셀 플랫폼 크림(KREAM)이다. 이 서비스들에서 광고, 중개 및 판매, 멤버십 이용료를 통해 수익을 인식하고 있으며, 각 서비스에서 취하는 수수료율이 여타 이커머스 플랫폼 대비 낮은 수준이기 때문에 광고 매출액 비중이 60%에 달한다.

그림123 **네이버 커머스 거래액 추이 및 전망**

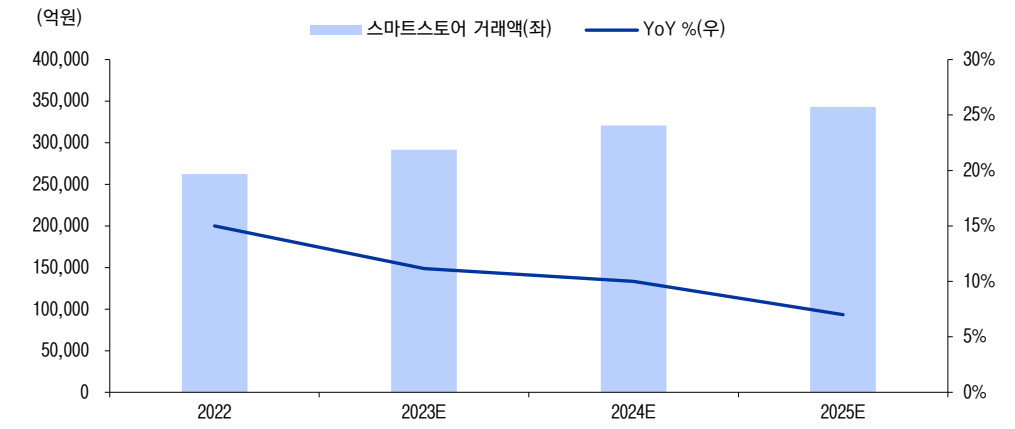


자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

1) 스마트스토어: 네이버 안의 쇼피파이(Shopify)

스마트스토어는 2022년 말 기준 약 550,000개가 운영되고 있다. 스토어 개설 및 입점 자체는 무료지만, 네이버쇼핑 연동 시 수수료 2%, 고객 결제 수단이 네이버페이일 경우에는 주문관리 수수료까지 더해 총 3.98~5.63%까지 수수료를 부과하고 있다. 스마트스토어는 소상공인 위주로 운영되는 만큼 take rate이 경쟁사 대비 낮은 편이다. 그럼에도 인디 브랜드가 지속적으로 생겨나고 있기에 스토어 수의 증가와 광고 수익원 확보가 기대되고, 라이브 커머스 등 신규 마케팅 툴을 통한 추가 수익 창출이 가능하다는 판단이다. 2023년 거래액은 전년대비 11.2% 증가한 29조 1,545억원을 전망한다.

그림124 **스마트스토어 거래액 추이 및 전망**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

특히 스마트스토어는 소상공인들이 지속적으로 유입될 수 있는 장점이 있다. 정산이 빨라 소상공인에게 자금 활용을 원활하게 해준다('빠른정산' 기준 집화 처리 D+1에 정산). 더불어 NFA 구축을 통해 소싱부터(브랜디, 신상마켓 등) 빠른 배송까지 여러 솔루션을 확보해 처음으로 판매를 시작하는 셀러들의 진입장벽을 낮췄다. 이처럼 스마트스토어는 글로벌 이커머스 솔루션 업체인 쇼피파이(Shopify)와 닮아 있는 생태계를 구축하는데에 성공했다고 판단한다. 더불어 스마트스토어는 광고 채널로 네이버의 포털까지 활용할 수 있어 셀러들에게 Lock-in 효과를 내기에 유리하다.

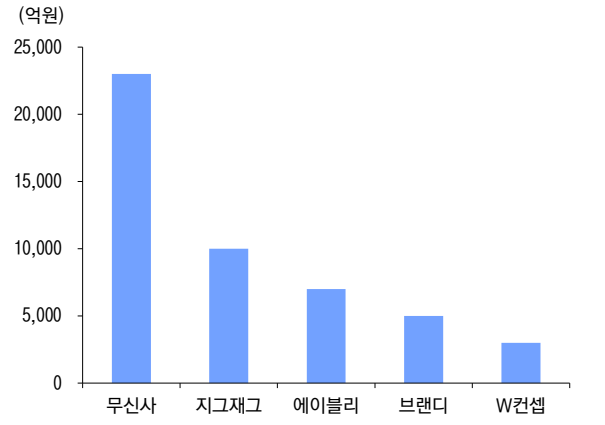
그림125 **NFA 솔루션**

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

스마트스토어의 확장성 또한 이어질 것으로 전망한다. 요즘 소비자들은 각자 좋아하고 관심이 있는 분야에 관해 SNS나 동영상 및 검색 플랫폼에서 수집해 팔로우하고, 플랫폼들은 그 데이터를 축적해 사용자들에게 각기 다른 상품과 컨텐츠를 추천하고 있다. 즉 개인이 접할 수 있는 매체와 컨텐츠가 TV, 라디오를 넘어서 과거 대비 다양해지고 있고, 이에 따라 소비자들의 취향이 세분화되고 있다. 과거처럼 대중적인 제품을 대량으로 생산해 최대한 많은 채널에 유통시키는 전략이 효율이 나지 않는 이유다.

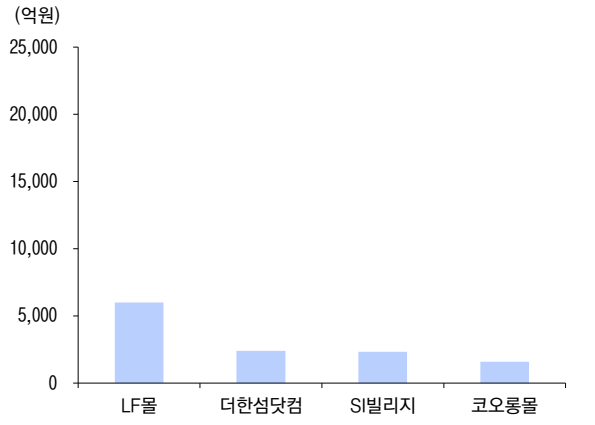
이렇다 보니 모든 소비재가 취향에 맞게 잘게 쪼개져 소비된다. 대형 히트상품들이 나오기 어렵다는 뜻이다. TV에 나오는 스타들은 이제 대기업 제품을 광고하는 데에 그치지 않고 아예 본인 이름을 붙인 새로운 브랜드를 만들어낸다. 스타 뿐만이 아니다. SNS와 동영상/숏폼 플랫폼을 바탕으로 떠오른 일반인 인플루언서들도 옷이며 화장품, 건기식 등을 내놓는다. 취급하는 브랜드가 다양하고, 신진 브랜드들이 입점하기 용이한 패션 버티컬들의 거래액이 기성 브랜드 운영업체들의 자사몰 거래액보다 높은 이유 중 하나다.

그림126 **패션 버티컬 이커머스 업체별 GMV**



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

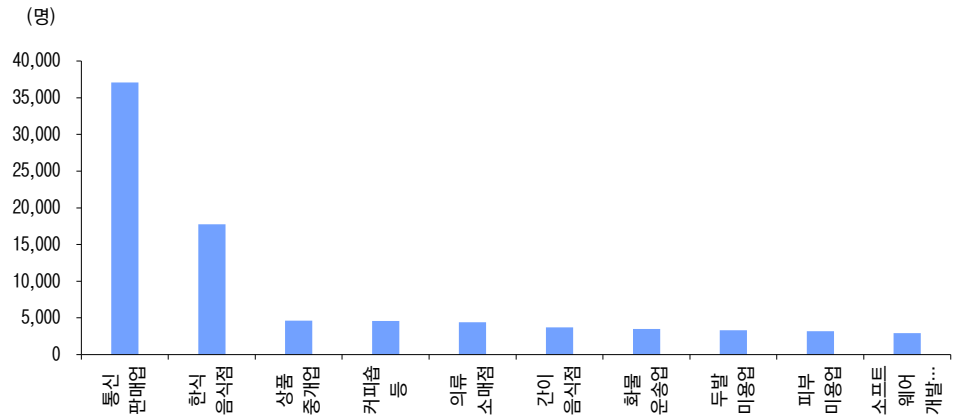
그림127 **주요 패션기업 자사몰 GMV**



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

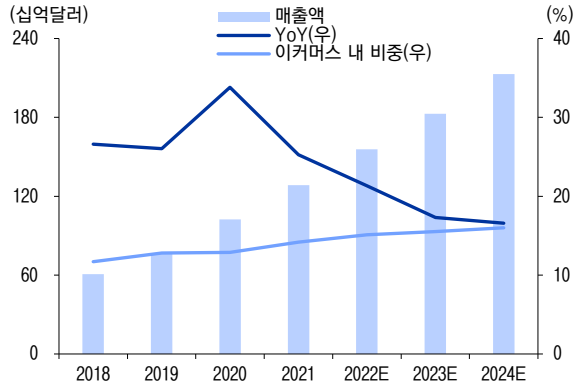
이러한 측면에서 네이버 스마트스토어는 인디 브랜드나 나노 브랜드들의 판매 및 마케팅 채널로서의 역할이 가능하다고 판단한다. 1)시장이 쪼개지고 2)취향이 세분화되고 3)인기 품목의 싸이클이 짧아지면서, 기존 전통 유통채널과 이를 통해 판매되던 대형 브랜드들이 고전하고 있다. 마케팅도 TV나 라디오, 신문과 같은 전통 매체 외에 인터넷 플랫폼을 활용하면 더욱 효율적으로 집행할 수 있다. 모든 소비재가 파편화하는 단계에서, 그 소비를 흡수할 수 있는 D2C 채널 역할을 하고 있는 네이버 스마트스토어는 유리한 위치에 있다고 판단한다.

그림128 **업종별 청년 창업 수: 통신 판매업이 압도적 1 위**



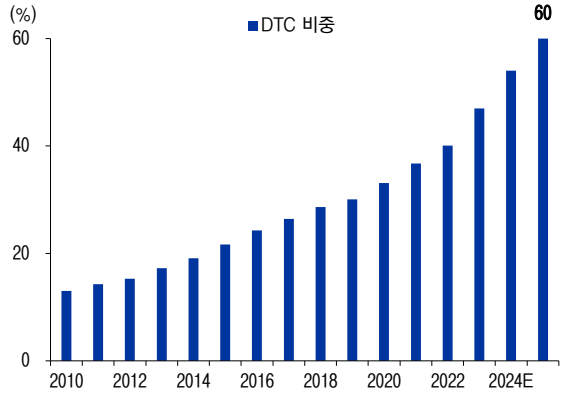
자료: 국세청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 **미국 D2C 이커머스 시장 규모 및 비중 추이**



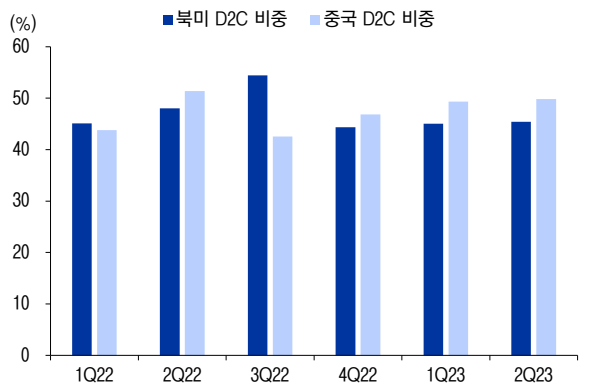
자료: eMarketer, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 **나이키 DTC 매출 비중 추이 및 전망**



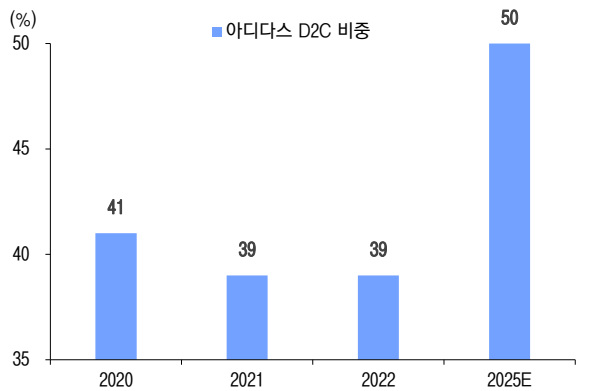
자료: Nike, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 나이키 지역별 D2C 매출 비중



자료: Nike, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 아디다스 D2C 매출 비중 추이 및 전망



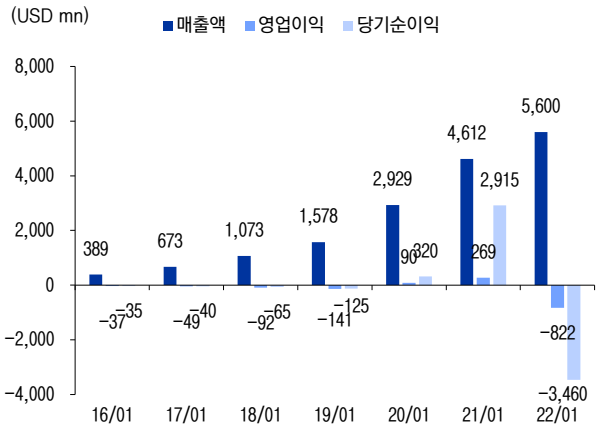
자료: Adidas, 이베스트투자증권 리서치센터

실제로 북미의 Shopify는 D2C로 채널 다변화가 이뤄졌던 2016년부터 2022년까지 분기 평균 63%씩 거래액 성장을 보였으며, Shopify를 이용하는 셀러들이 여러가지 기능이나 솔루션을 추가해 사용하면서 MRR(monthly recurring revenue) 또한 같은 기간 분기 평균 44%씩 성장해왔다. 이커머스 솔루션을 소상공인에게 제공하면서 자체 페이먼트 시스템을 갖추고 있다는 점에서 네이버 스마트스토어는 한국 이커머스 플랫폼 중 Shopify와 가장 유사하다고 판단한다. 이커머스 내에서도 소비가 쪼개지고 있지만, 이를 모두 흡수할 수 있는 위치에 있다는 것은 강력한 경쟁력이다.

그림133 Shopify 주가 추이

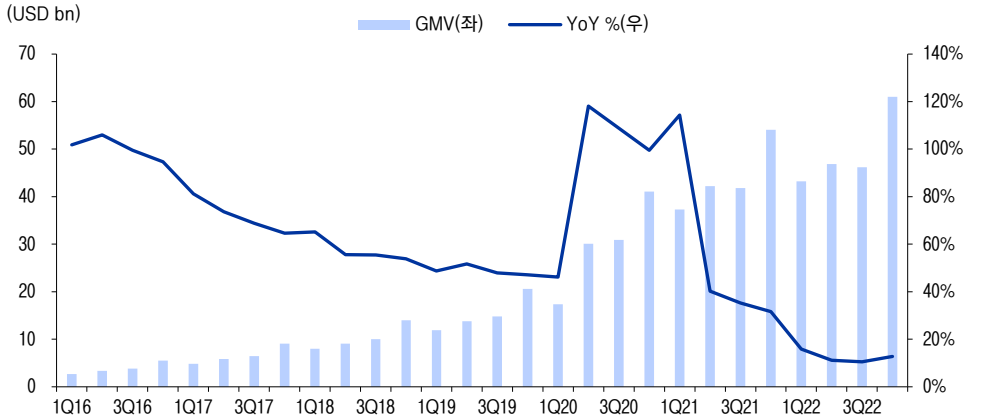
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림134 Shopify 연간 실적 추이



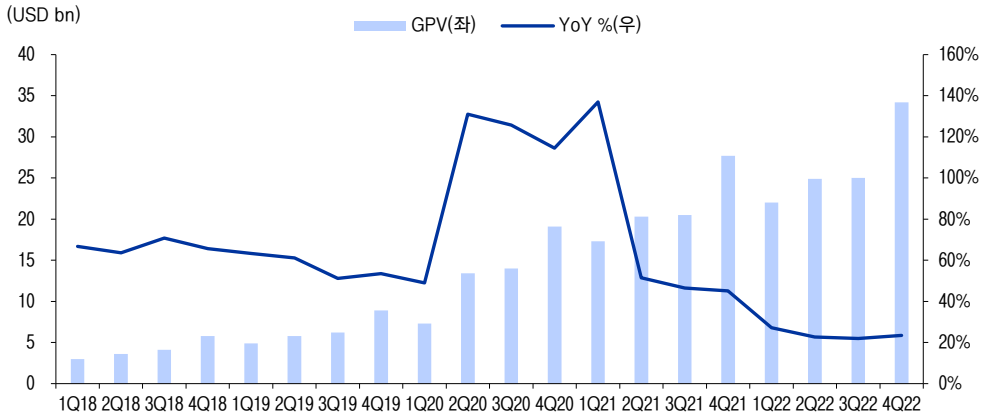
자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 Shopify 2022 년 GMV: 코로나 영향 없었던 2019 년 대비 3 배 증가



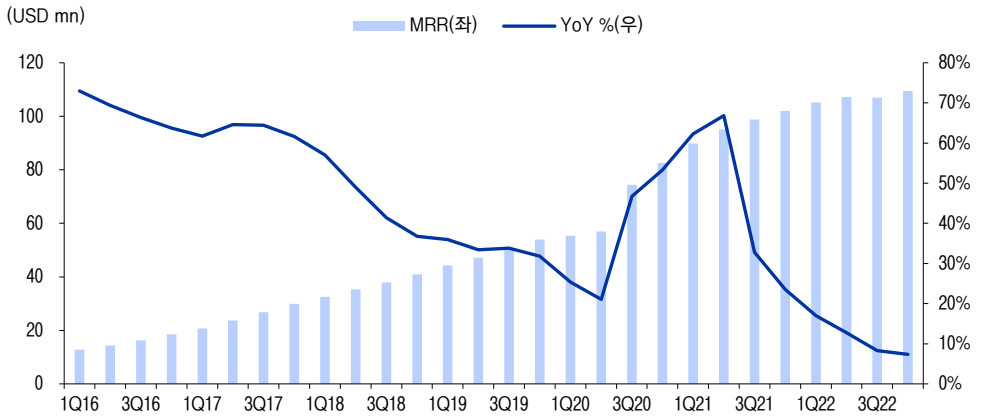
자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

그림136 Shopify GPV: 베이스 높은 2022 년에도 분기 평균 YoY 24%씩 성장



자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 Shopify GMV: 2022 년 코로나 영향 없었던 2019 년 대비 3 배 증가

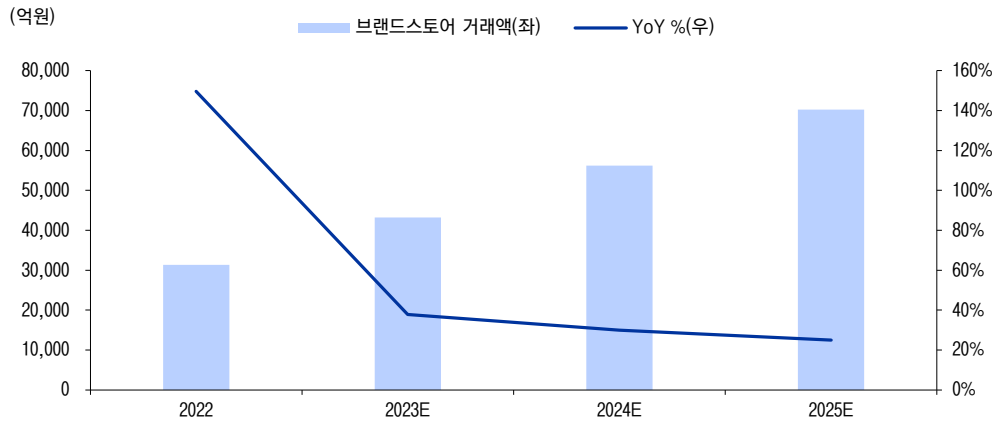


자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 브랜드스토어: 도착보장을 입히다

브랜드스토어는 2022년 말 기준 1,333개가 운영되고 있으며, 대기업 브랜드 위주 서비스다. 2022년 브랜드스토어 거래액은 전년대비 72% 성장한 3.2조원 수준을 기록했고, 지속적으로 브랜드 입점이 이어지고 있어 올해 거래액은 전년대비 37.9% 성장한 4조 3,238억원을 예상한다. 많은 업체들이 온라인 상에서 제품 가격에 대한 주도권을 확보하고, 고객 데이터 확보를 위해 자사몰 사이트를 운영하고 있다. 그럼에도 불구하고 쇼핑의 시작이 검색에서 이뤄진다는 점을 고려하면, 브랜드스토어 또한 좋은 대안이 될 수 있다. 실제로 네이버는 2015년 쇼핑 검색 기능과 결제 시스템을 강화하겠다 발표하면서, 네이버 검색창에 입력되는 검색어의 약 34% 가량이 쇼핑 관련이라 밝힌 바 있다.

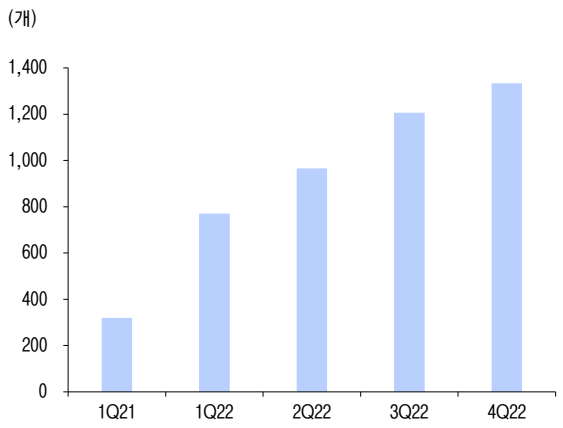
그림138 **브랜드스토어 거래액 추이 및 전망**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

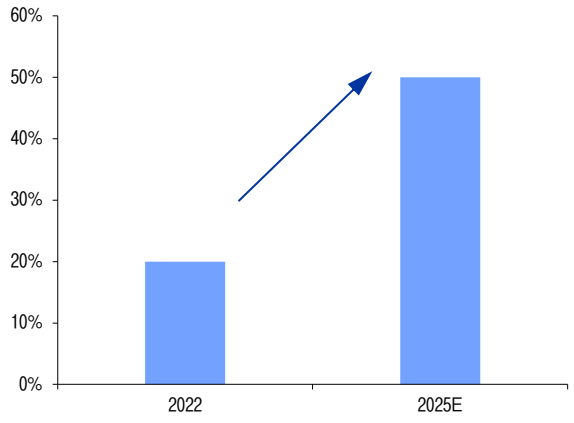
이와 더불어 올해는 지난 해 말 네이버가 런칭한 '도착보장 서비스'를 통해 배송 경쟁력까지 더해질 전망이다. 빠른 배송에 대한 니즈는 모두가 가지고 있다. 이커머스 경쟁이 심화하면서 익일배송은 당연하다고 여겨지고, 소비자들의 배송에 대한 눈높이가 상향 평준화되어있기 때문이다. 이에 네이버는 자체적으로 빠른 배송을 구현하기 어려운 업체들에 대해 솔루션을 제공하면서, 입점 스토어 수를 늘려나갈 수 있을 것으로 전망한다. 특히, 빠른 배송의 수요가 가장 높은 FMCG 상품군을 확대할 예정이다. 기존 FMCG 비중은 약 20% 수준이었는데, 이를 3년 내 50%까지 늘릴 것을 계획으로 잡고 있다. 특히 FMCG 중 식품은 아직 이커머스 침투 여력이 남아있는 품목이고, 최근 제조사와 이커머스 채널 간의 납품단가 갈등이 있는 상황이라 네이버 브랜드스토어의 매력은 더욱 부각될 것으로 전망한다.

그림139 브랜드스토어 입점 업체 수 추이



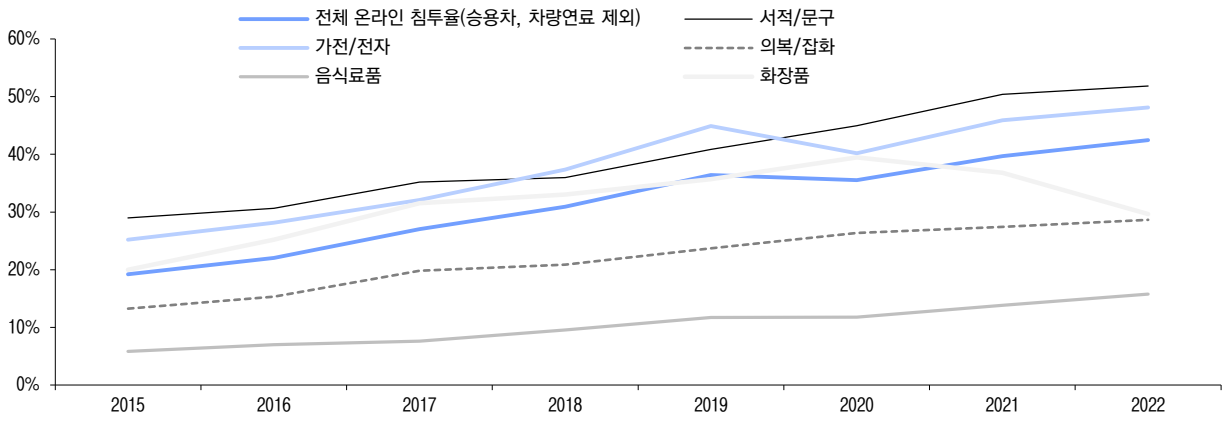
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림140 브랜드스토어: FMCG 매출 비중 및 전망



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 품목별 실질 이커머스 침투율 추이



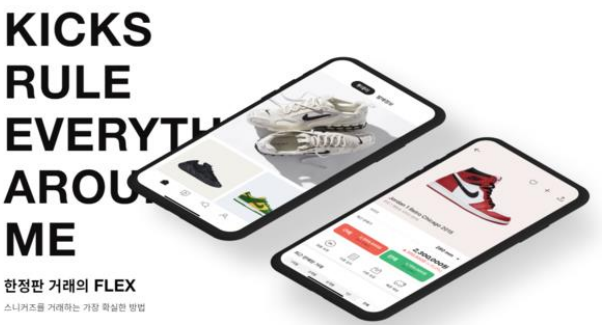
자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 전체 소매판매액에서 승용차 및 차량연료 제외한 실질 침투 기준

3) 크림(KREAM): 힙스터의 놀이터, 1년만에 매출 성장 14배

한정판 리셀 플랫폼 크림의 2022년 거래액은 약 1.7조원 수준으로 추정된다. 2021년 거래액 추정치 7,000억원 대비 약 2.4배 성장해 전체 이커머스 시장 성장을 크게 상회했다. 영 매출액은 14배나 성장했다. 2022년 크림의 영업수익은 460억원, 영업적자는 860억원을 기록했다. 영업적자는 전년대비 265억 증가했지만, 2022년 4월부터 수수료를 부과하기 시작한 만큼 본격적으로 수익화 전략에 박차를 가할 것을 전망한다.

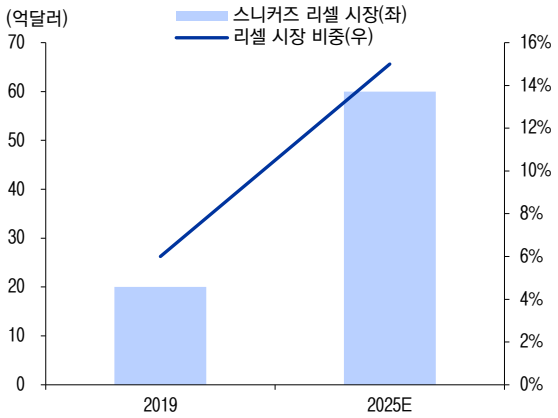
크림은 리셀 특화 이커머스 업체다보니, 가품과 불량품 검수에 강점이 있다. 실제로 품목 중 스니커즈는 품질 검수 기준이 50여개에 달한다. 이에 가품 여부가 중요한 명품과 한정판 상품으로까지 품목 확장을 이루며 빠른 성장을 보이는 중이다. 현재 스니커즈와 의류 외에도 전자제품, 뷰티, 토이, 캠핑, 가구/리빙까지 다루고 있다.

그림142 크림(KREAM: Kicks rule everything around



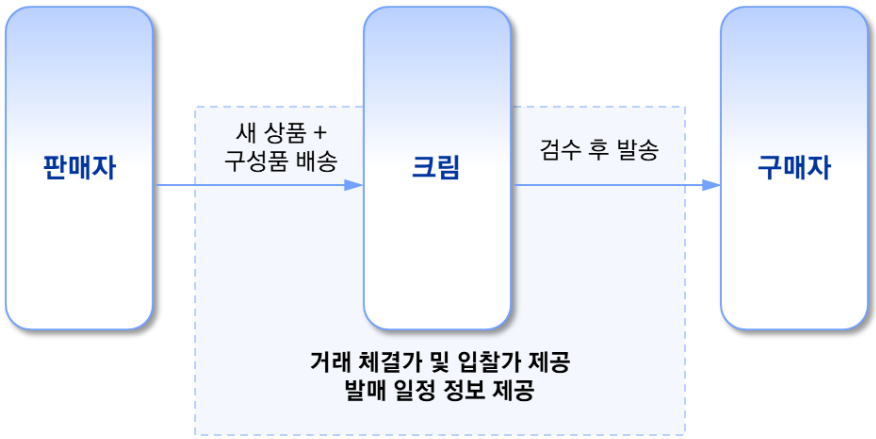
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 글로벌 스니커즈 리셀 시장 추이 및 전망



자료: Cowen & Co., 이베스트투자증권 리서치센터

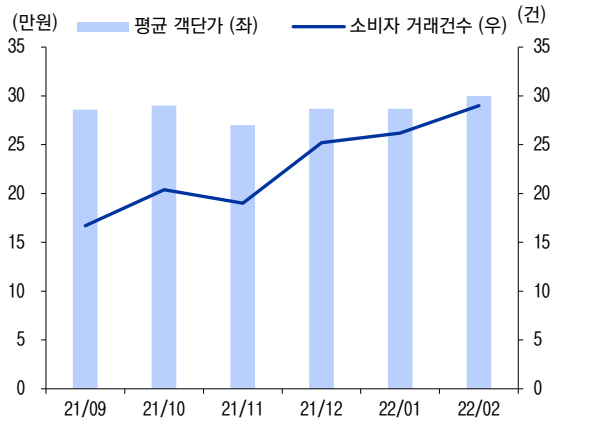
그림144 크림 비즈니스 모델



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

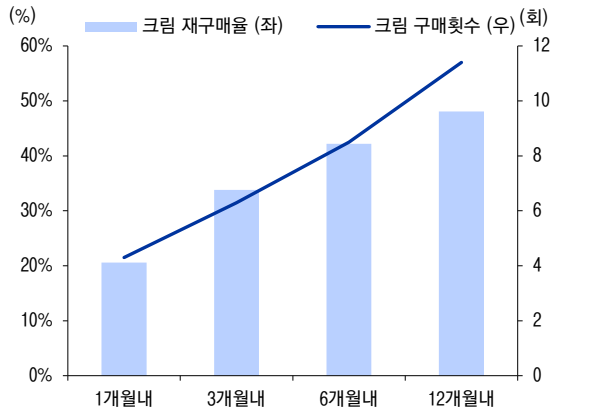
평균 객단가 또한 높아 긍정적이다. 2022년 1~2월 기준 크림의 객단가는 29.3만원을 기록해 여타 이커머스 대비 매우 높은 수준이다. 이는 명품이나 한정판 제품들의 거래 비중이 높다는 점을 방증하며, 경쟁이 심화하는 이커머스 시장 내에서 차별화 포인트라고 판단한다. 검수에 대한 신뢰성으로 12개월 재구매율도 48% 수준이며, 이에 수수료 인상에도 고객 이탈은 제한적일 것으로 전망한다. 크림은 지난 해 4월부터 기존 무료였던 거래에 구매수수료 1%를 부과하기 시작했고, 올해 4월부터는 이를 인상해 판매자에게 3%, 구매자에게 4%를 과금하고 있다. 경쟁사도 5월부터 판매수수료를 적용할 예정이기 때문에, 크림의 시장 점유율에 큰 타격은 없을 것으로 예상한다.

그림145 **크림 객단가는 높은 편**



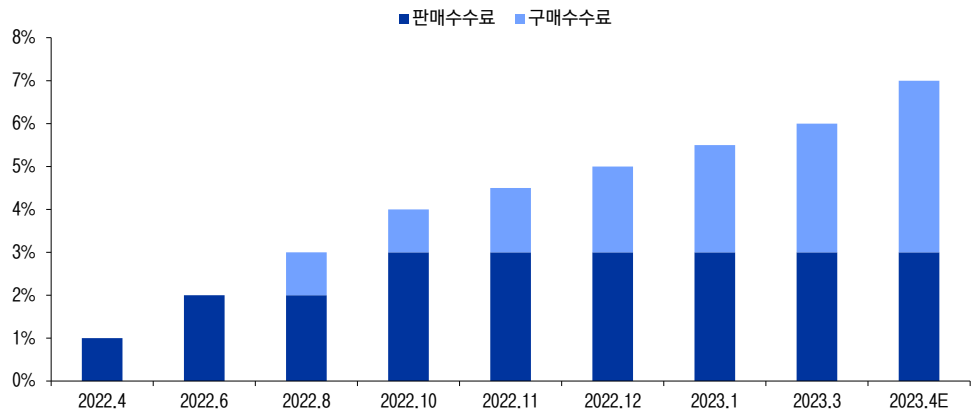
자료: 마크앤컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림146 **크림 재구매율 및 구매횟수**



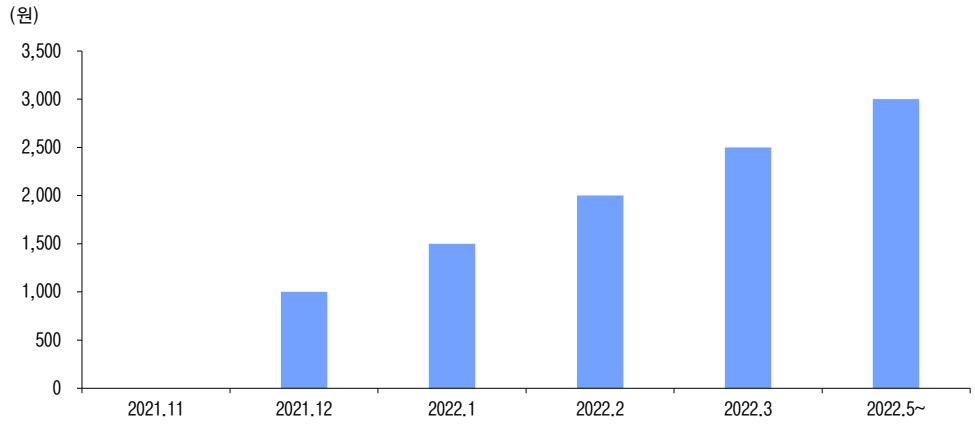
자료: 마크앤컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림147 **크림 수수료 인상 추이**



자료: KREAM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림148 **크림 배송비 인상 추이**



자료: KREAM, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 일반배송 기준

이를 반영하듯 크림의 기업가치 또한 2배 넘게 상승했다. 크림은 올해 3월 말 시리즈C 투자를 유치했다. 규모는 2,206억원 수준이고, 이번 투자 유치에서 평가받은 기업가치는 약 9,800억원 수준으로 알려졌다. 2021년 10월 1,000억원 규모의 시리즈B 투자 시기 평가 받았던 기업가치 4,000억원 대비 2배 이상 올랐다. 최근 고금리 환경으로 스타트업 투자 심리가 위축되었고, 특히 이커머스 플랫폼에 대한 기업가치 평가도 다소 보수적으로 이뤄지고 있는 점을 감안하면 고무적인 수치라 볼 수 있다.

표10 크림 투자 유치 내역

투자 시기	라운드	투자유치 금액	기업가치(추정)	투자자
2021.1	-	-	-	스노우에서 별도 법인으로 분사(2022년말 기준 네이버 연결실체 지분율 48.75%)
2021.3	Series A	200억원	1,000억원	소프트뱅크벤처스, 알토스벤처스
2021.10	Series B	1,000억원	4,000억원	알토스벤처스, 소프트뱅크벤처스, 미래에셋캐피탈
2023.3	Series C	2,206억원	9,800억원	미래에셋캐피탈, 알토스벤처스, 삼성증권, 엑시옴 아시아 등

자료: KREAM, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 크림 국내외 C2C/리셀 거래 플랫폼 투자 내역

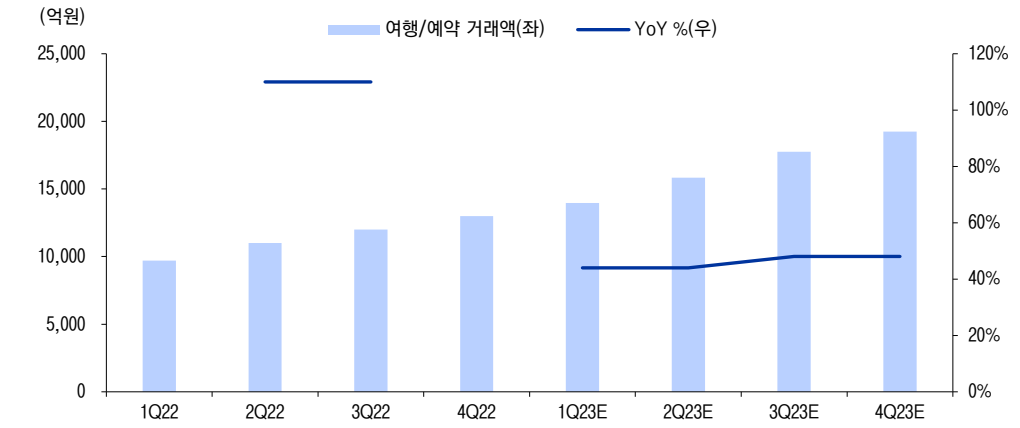
지분 취득 시기	회사명(서비스)	서비스	사업 모델
2021.5	사솜컴퍼니	사솜	태국 리셀 플랫폼 지분 투자
2021.7	소다	스니커덩크	일본 리셀 플랫폼 지분 투자
2021.8	나매인	나이키매니아	국내 온라인 패션 커뮤니티 인수
2022.1	리벨로	키스타테크놀로지	싱가폴 가전제품 중고거래 플랫폼, 36억원 투자
2022.4	팹	시크먼트	한국 명품 거래 커뮤니티 플랫폼, 30억원 투자
2022.7	셰이크핸즈	스니커라	말레이시아 최대 운동화 리셀 플랫폼, 지분 22.47% 취득
2022.11	PT카루니아	킥애비뉴	인도네시아 리셀 플랫폼 1위, 지분 19.73% 취득
2023.3	팀플러스	티켓베이	국내 최대 규모의 티켓거래 C2C 플랫폼

자료: KREAM, 이베스트투자증권 리서치센터

4) 여행/예약: 리오프닝 대수혜

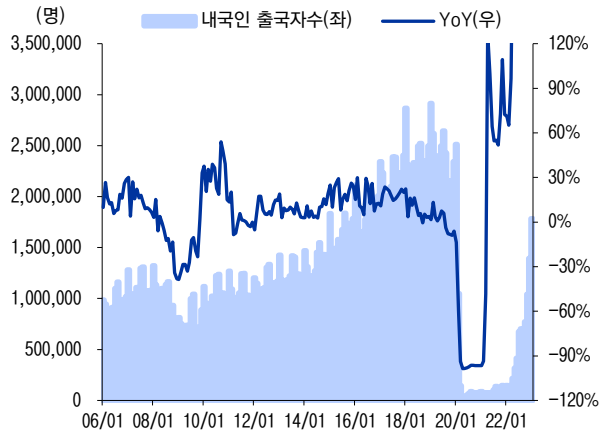
여행/예약 부문은 올해 성장이 기대되는 부문이다. 리오프닝으로 인해 레저, 공연, 전시, 뷰티 등의 예약 거래액이 지난 해부터 성장세로 돌아섰기 때문이다. 2022년 연간 여행/예약 부문의 거래액은 약 4.6조원 수준으로 추정하며, 2023년은 전년대비 46.2% 증가한 6.7조원 수준을 전망한다. 이 부문은 스마트스토어 대비 take rate도 상대적으로 높은 편이기 때문에, 전사 수익성에도 도움이 될 것으로 판단한다.

그림149 **네이버 여행/예약 부문 거래액 추이 및 전망**



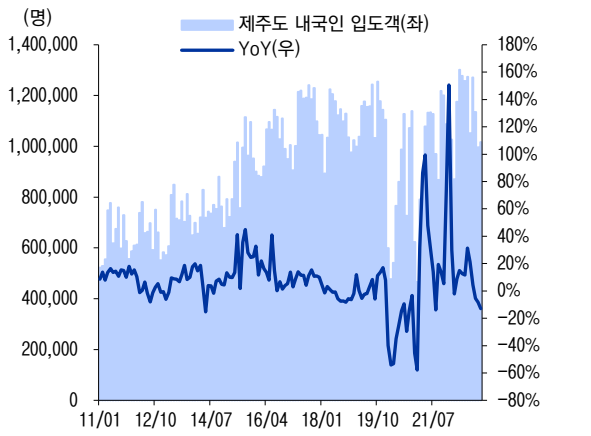
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림150 **내국인 출국자수 추이**



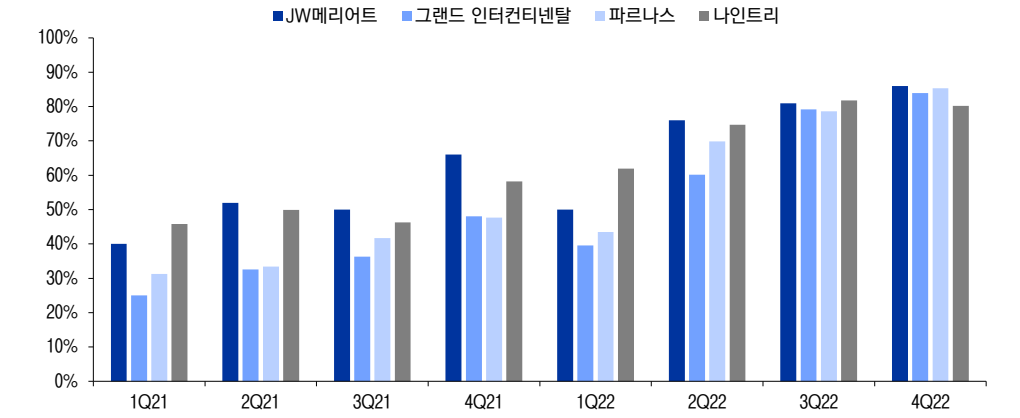
자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림151 **제주도 내국인 입도객 회복**



자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림152 **주요 호텔 OCC(객실 점유율) 추이 → 지난 해 하반기부터 회복세**



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

5) 포쉬마크: 체질 개선 작업 중

2022년 10월 네이버는 북미 최대 패션 C2C 중고거래 플랫폼인 포쉬마크를 16억 달러(약 2조 3,441억원)에 인수했다. 주당 인수가는 17.9달러로, 인수 발표 직전 종가 15.55달러 대비 15% 수준의 경영권 프리미엄이 포함됐다. 포쉬마크는 한국의 당근마켓처럼 1)C2C 거래를 기반으로 하고 있으며, 2)커뮤니티 기능을 결합한 것이 특징이고, 3)거래액의 20%를 수수료로 취한다(물품가가 15달러 미만일 시에는 2.95달러 flat rate). 2021년 거래액은 2조 6,000억원 수준이었고, 2020년 영업이익 기준 흑자를 기록한 바 있으나 2021년에는 적자 전환했다. 그럼에도 포쉬마크를 인수한 것은 네이버가 C2C 시장을 새로운 성장 동력으로 보고 있으며, 해외로 사업 영역을 넓히기 위함이라 판단한다.

그림153 **포쉬마크: 북미 C2C 패션 중고거래 플랫폼**

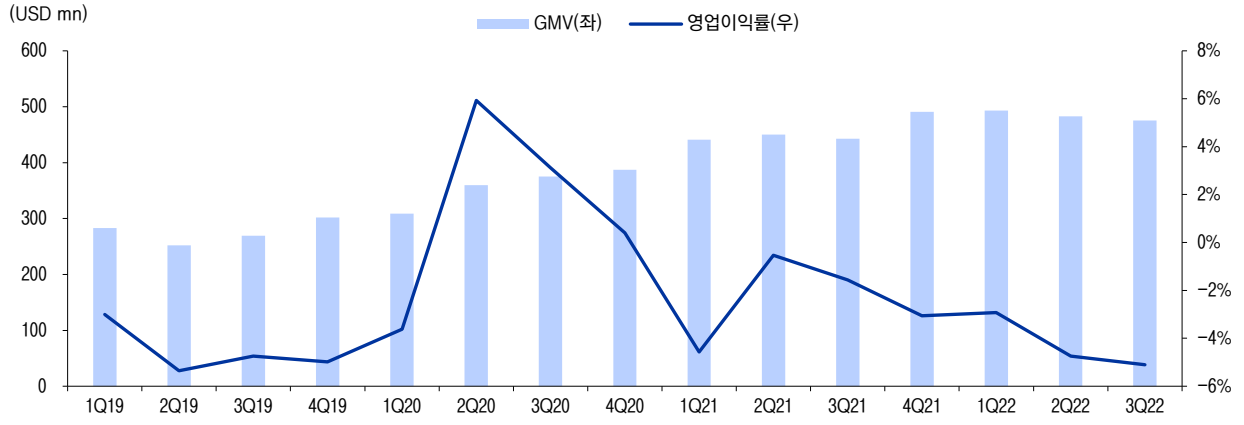
POSHMARK

자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

그림154 **포쉬마크 주가 추이**

자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

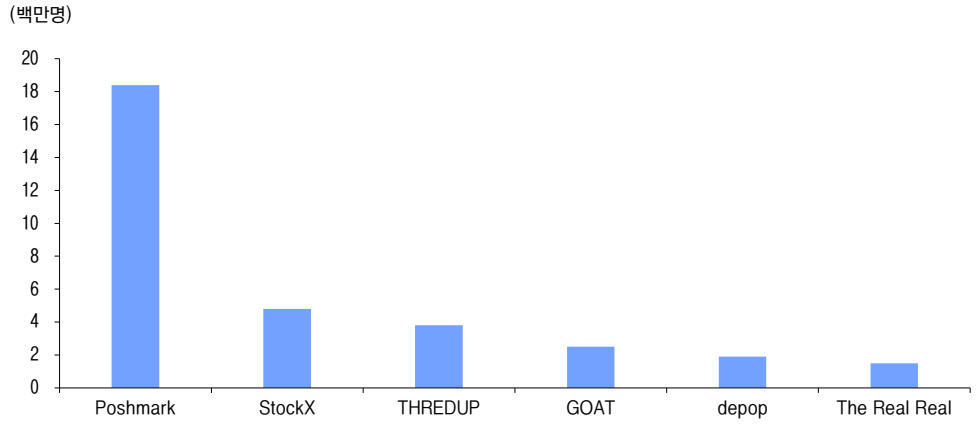
그림155 **포쉬마크 분기별 실적 추이**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

포쉬마크 창업자 마니시 샨드라는 포쉬마크의 특징이 서비스 초기부터 커뮤니티와 커머스를 결합한 플랫폼을 구축한 것이라고 언급한 바 있다. 미국 내 우편번호를 기반으로 가까운 동네 사람들이 서로 팔로우하고, 자신의 피드를 꾸밀 수 있다는 것이다. 포쉬마크의 등록 회원수는 8천만명 수준인데, 이 중 활성 구매자 수는(active buyers) 8백만명 정도다. 소셜 미디어와 같은 기능을 하고 있기 때문에 하루 평균 사용 시간이 25분에 달한다는 점도 주목할 만하다.

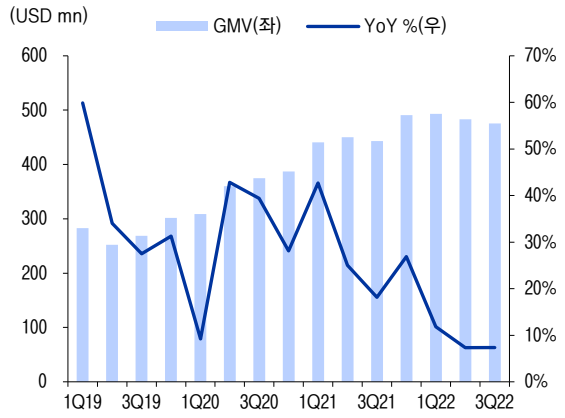
그림156 **글로벌 주요 C2C 이커머스 거래 플랫폼 월평균 방문자수(Unique visitors)**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

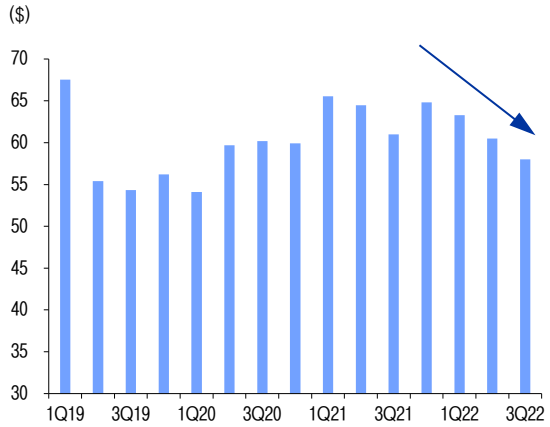
포쉬마크의 외형 성장을 살펴보면, 2022년 GMV 성장률은 1분기 11.8%에서 2~3분기 7% 수준으로 떨어졌다. 같은 기간 활성 구매자수당 GMV는 1Q22 63달러, 2Q22 60.5달러, 3Q22 58달러로 100달러를 넘지 않는 저가 패션 제품으로 추정된다. 따라서 외형 성장을 위해서는 1)수수료율을 더 높이거나, 2)수수료율을 유지하되 더 고가의 물품을 팔거나, 3)거래 자체가 늘어나야 한다.

그림157 **포쉬마크 분기별 GMV 성장 추이**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

그림158 **포쉬마크 분기별 활성 구매자수 당 GMV 추이**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

주력 품목이나 객당 GMV, 경쟁 구도 등을 볼 때 현재 상황에서 3가지 방안 모두 공격적이지는 않을 것으로 본다. 이에 포쉬마크는 올해 네이버의 기술을 통해 여러가지 add-on 기능들을 플랫폼 내 이식할 것으로 전망하며, 광고 사업 모델 등도 신규로 도입해 수익성 강화에 집중할 것으로 판단한다.

다만 Peer 대비 상품군에 있어서 포지셔닝이 뚜렷하지 않은 것은 약점이라고 판단한다. 미국의 여타 Peer C2C 플랫폼은 버티컬 성격이 강하고, 이는 수수료율 인상에 대한 저항을 줄여줄 수 있다. Etsy는 수공예품 C2C다. 판매되는 제품은 소량에 불과하고, 유일무이한 경우가 대다수다. 이커머스 업체들이 내세우는 초저가 전략이나 빠른 배송과 결이 다르다. StockX는 스니커즈 거래로 시작해 한정판 거래 특화 플랫폼이다. 정품인지 검수도 필요해 판매자는 결제 수수료와 거래 수수료를 지불하고, 구매자도 검수비를 지불한다. TheRealReal은 럭셔리 거래 위주다. 수수료율은 판매가가 1,500달러 미만이면 50%, 1,500달러 이상일 때는 40%로 높은 편이다.

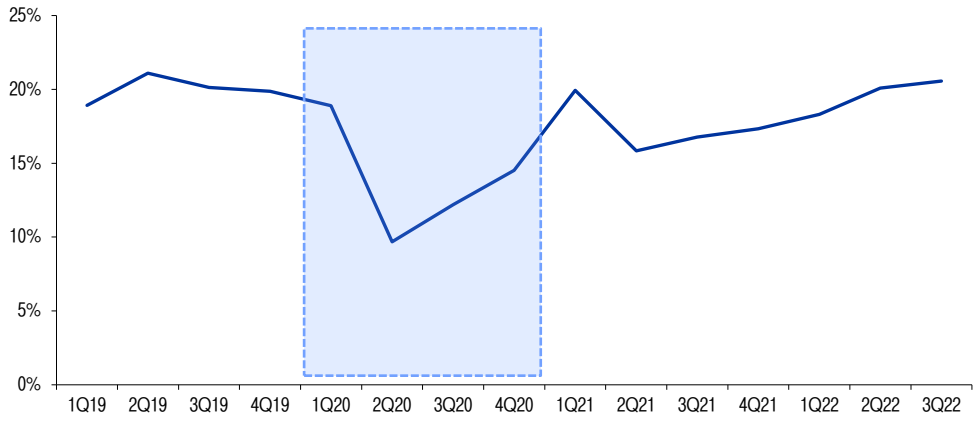
표12 **미국 주요 C2C 이커머스 업체 현황**

기업명	로고	거래액	주요 품목	수수료율 특징
Etsy	Etsy	130억달러 (yy -1.3%)	5%(거래수수료) + 3%+$0.25(결제수수료)	수공예품 C2C, 제품 극소량
StockX	StockX	18억달러 (2020년)	판매자: 결제수수료 3%, 판매수수료 8~10% 구매자: 검수비 3~5%, 배송료	스니커즈 리셀 플랫폼 StockX 인증센터의 검수를 거쳐 거래
depop	depop	6.5억달러 (2019년)	10%(판매수수료) + 2.9% +$0.3(결제수수료)	영국 패션 리세일 플랫폼 기존 잡지에 실린 아이템을 살 수 있는 SNS 형태였으나 마켓플레이스로 진화. 2021년 6월 Etsy가 인수 완료
THREDUP	THREDUP	2.8억달러 (2022년) 매출액 기준	Gross margin 66.7%(2022년)	중고 의류 리세일 플랫폼, 기존 C2C 거래 중개에서 현재는 위탁판매 형식
The Real Real	The Real Real	14.8억달러 (2021년)	판매가 1,500달러 미만 시 50% 1,500달러 이상일 시 40%	명품 리세일 플랫폼 의류, 고급 시계, 주얼리, 미술 작품 등 거래 가능 명품 감정사들이 검수 후 거래

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2023년 1분기부터 네이버 실적에 연결 반영될 포쉬마크는 네이버의 커머스 부문 GMV 성장에는 긍정적이겠으나, 영업이익률에 당분간은 1%p 수준의 부정적 영향을 줄 것으로 추정한다. 2020년 코로나19로 사람들이 집에 있는 시간이 증가하자, 포쉬마크의 2020년 영업이익은 흑자로 전환한 바 있다. 당시 포쉬마크의 GMV 대비 영업비용 비율은 13.6%로 기존 대비 대폭 낮아졌었다. 마찬가지로 경쟁사 메루카리의 GMV 또한 2020년 6월부터 분기 평균 140%씩 급증하기 시작했었다. 이에 포쉬마크의 2020년 흑자 전환은 코로나 수혜라고 보는 것이 합리적이라는 판단이다.

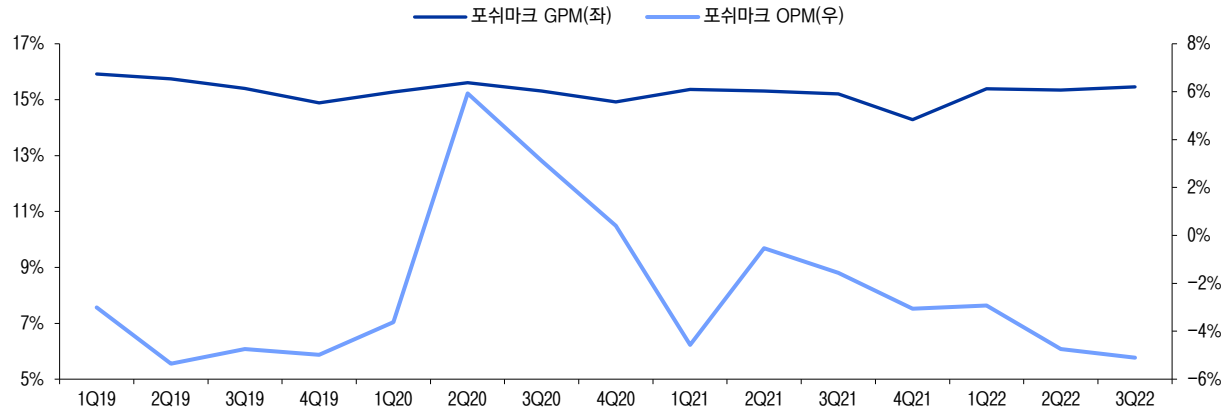
그림159 **포쉬마크: 코로나 기간 대폭 낮아진 영업비용/GMV**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

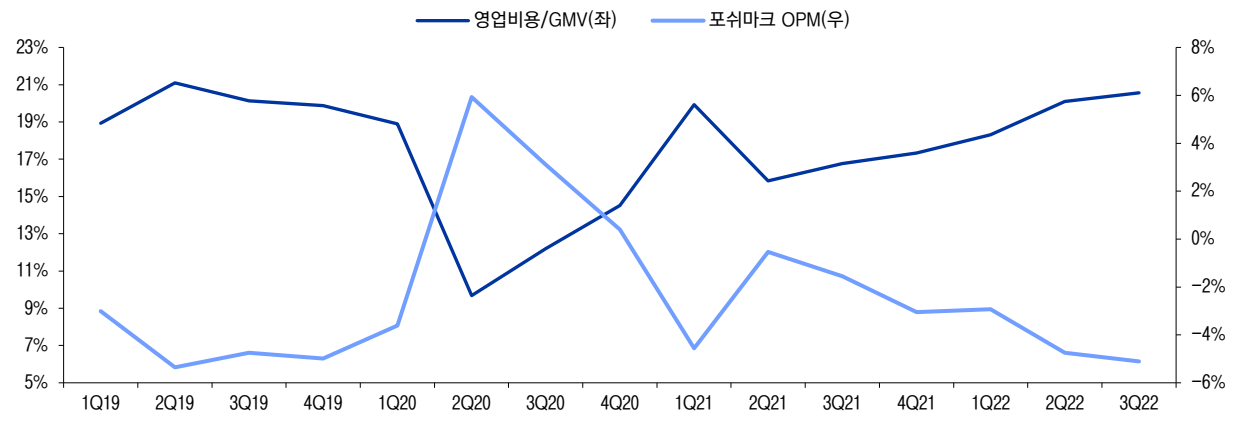
반면 포쉬마크의 2022년 3분기 누적 GMV는 YoY 8.8% 증가한 14.5억달러를 기록했는데, GMV 대비 영업비용은 같은 기간 17.5%에서 19.6%으로 상승했다. 동기간 GPM이 각각 15.3%과 15.4%로 큰 차이가 없었고 거래 방식이 C2C 위주라는 점을 고려했을 때, 앞으로도 수수료 인상보다는 비용 통제를 통한 적자 개선이 필요하다고 판단한다. 실제로 인수가 완료된 이후 올해 2월 포쉬마크는 전체 직원의 2% 가량을 해고했다. 경기 침체에 대응하기 위한 수익성 확보 차원이라 밝혔으며, 이러한 노력은 지속될 전망이다.

그림160 **포쉬마크 분기별 수익성: GPM 은 비슷하지만**



자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

그림161 **포쉬마크 분기별 수익성: 코로나 이후 비용 부담 상승으로 OPM 하락**



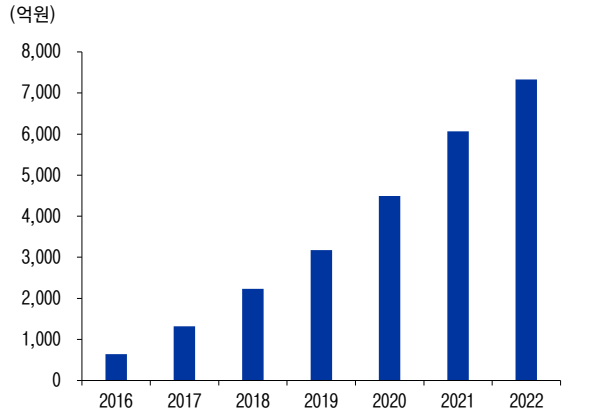
자료: Poshmark, 이베스트투자증권 리서치센터

4. 핀테크

2022년 국내 간편결제 이용 규모는 267조원으로, 전년대비 20.8% 성장했으며, 지난 5년간 연평균 42%씩 고성장해왔다. 일평균 거래건수는 2,342만건, 일평균 이용금액으로는 7,326억원을 기록해 전년대비 각각 18.2%, 20.8% 증가했다. 결제 과정이 간단하고 빠른 간편결제는 지속해서 전체 지급결제 시장을 침투할 것으로 전망한다.

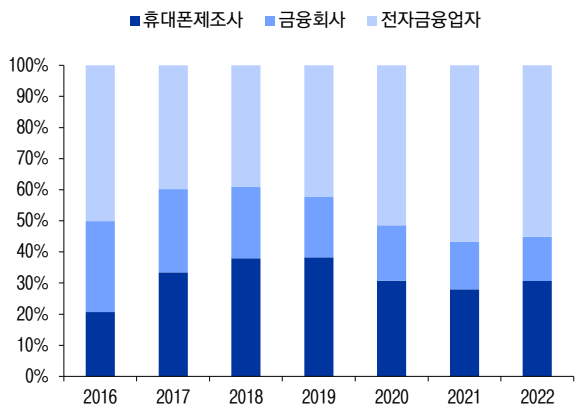
간편결제 중 핀테크 기업이 차지하는 비중도 지속해서 상승해왔다. 한국은행의 2022년 국내 지급결제동향에 따르면, 2022년 연간 간편결제 시장에서 핀테크 기업이 차지하는 비중은 이용금액 기준으로는 47.9%, 이용건수 기준으로는 55.1%를 기록했다. 2021년 이용금액 기준으로 49.7%였던 것이 지난 해 소폭 하락했으나, 이는 리오프닝에 따라 오프라인 소비가 반등하면서 나타난 일시적 현상으로 판단한다. 더불어 카드를 기반으로 한 간편결제 서비스 중, 핀테크 기업이 제공하는 서비스 비중은 2022년 66.6%를 기록했다. 이는 코로나19 이전인 2019년 56.2% 대비 10.4%p가 상승한 수치다.

그림162 **간편결제 일평균 이용금액 규모**



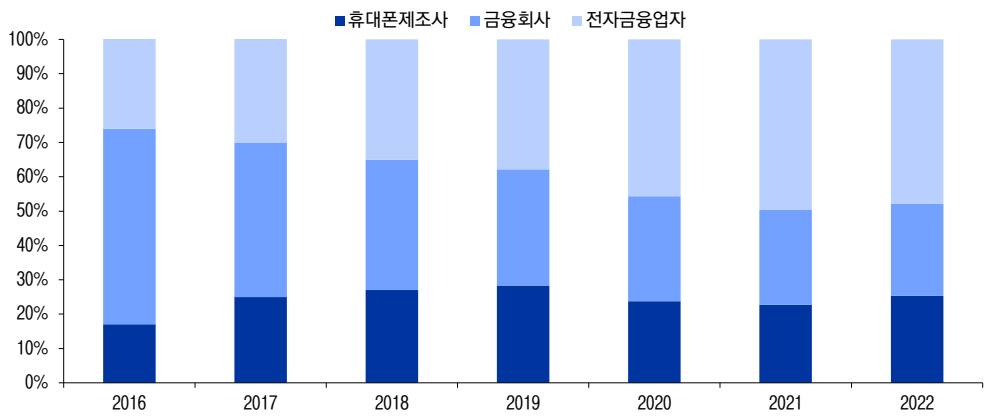
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림163 **간편결제 서비스 제공업체별 일평균 이용 건수 규모**



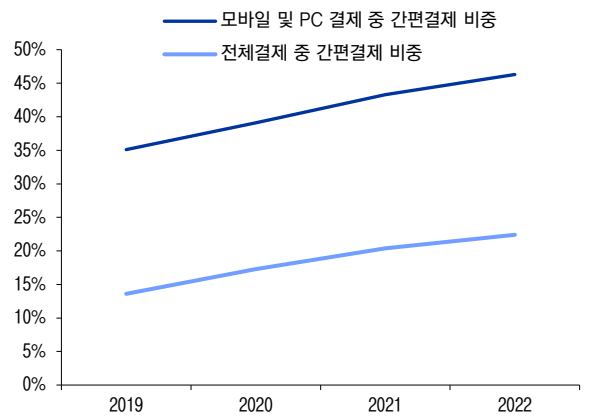
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림164 **간편결제 서비스 제공업체별 이용 점유율 현황**



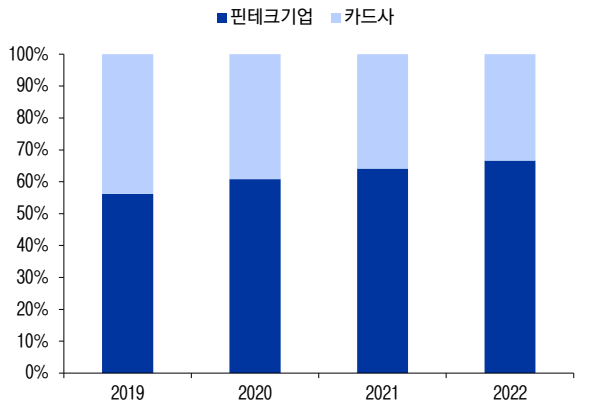
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림165 **카드기반 간편결제 서비스 이용 비중**



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림166 **핀테크기업 카드기반 간편결제 서비스 이용 비중**

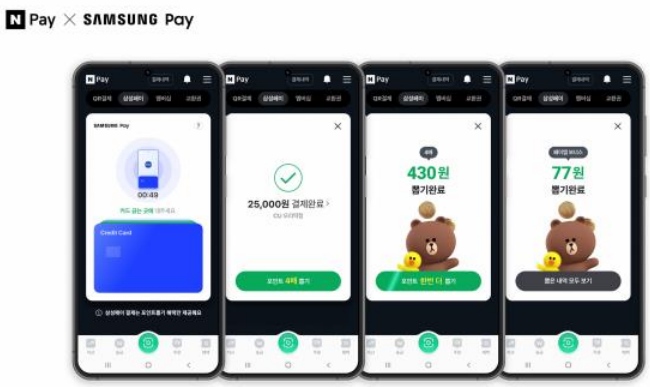


자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

네이버의 2022년 핀테크 부문 거래액(TPV)는 전년대비 28% 증가한 48조 8,000억원, 연간 영업이익률은 8% 수준을 기록했다. 이 중 페이 서비스 매출액 비중이 약 92% 수준이라 가장 중요한데, 올해도 두자릿수 성장은 지속될 것으로 전망한다. 올해 3월 21일 애플페이가 한국에 진출하게 되면서, 삼성페이와 네이버페이도 협업을 시작했기 때문이다. 이를 통해 삼성페이 사용자들은 네이버페이의 온라인 가맹점을, 네이버페이 사용자들은 삼성페이로 결제 가능한 모든 오프라인 가맹점을 이용할 수 있게 됐다.

실제로 간편결제 서비스를 연동한 이후, 네이버페이 이용자가 두 배 이상 증가한 것으로 추정된다. 특히 네이버페이의 오프라인 결제 비중은 현재 5~6% 수준에 그치는 것으로 추정돼, 삼성페이와의 시너지는 가속화할 것으로 전망한다. 그동안 QR코드 방식 결제 가맹점이 12만개 수준이었지만 삼성페이 결제 도입으로 300여만개로 확장되었기 때문이다.

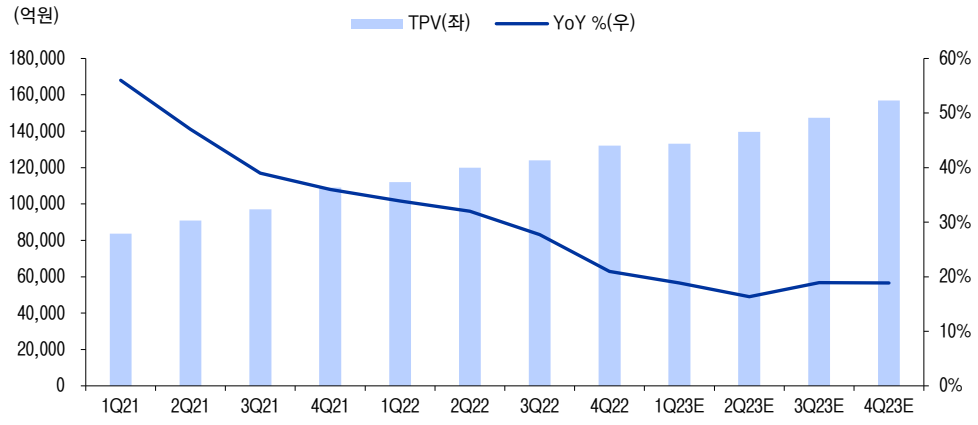
그림167 **네이버페이 & 삼성페이 연동**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

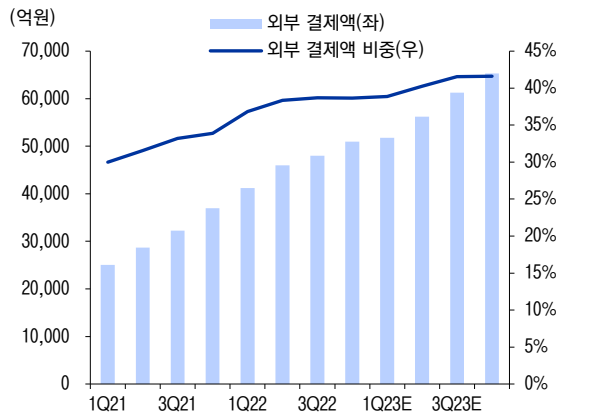
더불어 네이버의 핀테크 부문은 신규 서비스도 지속적으로 런칭하고 있어 안정적인 광고 수익이 기대된다. 동사는 지난 해 4분기 네이버 개인사업자 대출비교 서비스를 출시했고, 올해 4월에는 네이버페이 보험금 청구 서비스 및 가상자산 시세 조회서비스 등을 런칭했다. 2023년부터 네이버의 증권, 부동산 서비스가 네이버 파이낸셜로 이관되었기 때문에, 핀테크 사업의 경영 효율성을 제고하고 다양한 금융 서비스, 경제 콘텐츠 간의 연계를 강화할 수 있을 것으로 전망한다. 올해 네이버페이의 TPV는 전년대비 18.3% 증가한 57조 1,111억원을 전망하고, 이 중 외부결제 비중은 41%까지 상승할 것으로 추정한다.

그림168 **네이버페이 TPV 추이 및 전망**



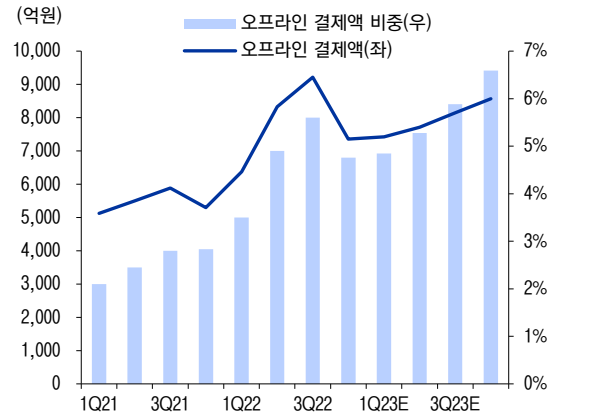
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림169 네이버페이 외부결제 비중 추이 및 전망



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림170 네이버페이 오프라인 결제 비중 추이 및 전망

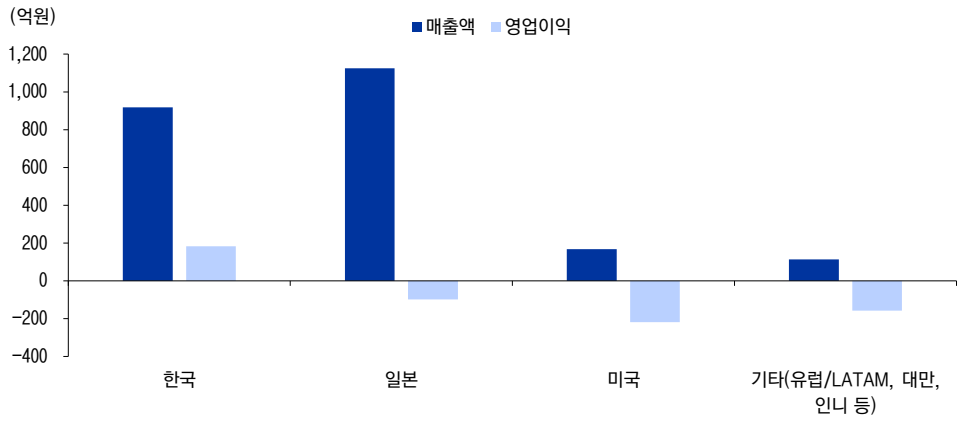


자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

5. 콘텐츠

네이버의 2022년 콘텐츠 부문 매출액은 전년대비 91.3% 증가한 1조 2,615억원을 기록했다. 2022년 기준 웹툰/웹소설 비중은 85%, 제페토 및 기타 15% 수준이다. 웹툰 회계처리 변경효과가 있었지만 이를 제외해도 이북재팬과 문피아 인수 효과로 거래액 대비 빠른 매출액 성장세가 이어지고 있다. 글로벌 웹툰 MAU는 8,500만명 수준인데, 이 중 한국과 일본 이용자수가 절반 정도를 차지하고 있다. 국내 사업은 이미 20%에 근접한 영업이익률을 낼 수 있는 체력을 확보하고 있기 때문에, 일본 웹툰 사업의 레벨업이 중요할 전망이다.

그림171 네이버 웹툰 국가별 실적(2Q22 기준)

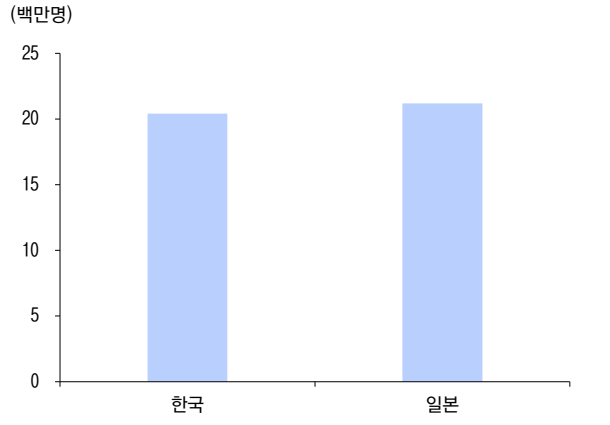


자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

네이버는 기존 일본 내 서비스 중이었던 라인망가를 2022년 3월 인수한 이북재팬과 통합하는 작업을 상반기 중 완료할 계획이다. 이북재팬은 일본의 전자책 서비스 업체로, 80만개 이상의 작품을 가지고 있고 만화 콘텐츠 거래액이 85% 수준이다. 라인망가는 모바일 앱 중심으로 사업을 전개하고 있고, 이북재팬은 웹 중심으로 운영되고 있어 일본 디지털 만화 시장에서의 영향력은 강화될 것으로 전망된다.

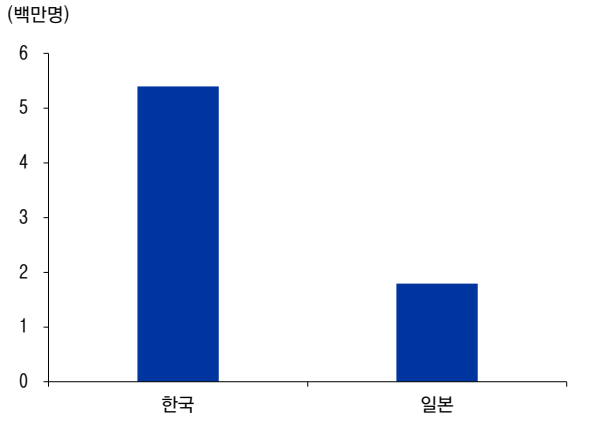
이와 더불어 일본 웹툰 사업의 유료 결제자 증대 전략을 기대해 볼 만 하다. 일본 디지털 만화 시장 규모는 세계 최대인데, 네이버 서비스의 인당 결제액이 높은 편이다. 2022년 2분기에 네이버가 공개한 국가별 웹툰 사업 실적에 따르면, 일본의 유료 이용자수는 179만명으로 한국 대비 33%에 불과했지만 인당 결제액은 한국 대비 3배 이상이었다. 이에 일본 내 유료 이용자수 증가를 통한 실적 개선 여력이 충분하다는 판단이다. 특히 이북재팬의 ARPPU도 4.8만원에 달해 인당 결제액 제고를 충분히 기대해 볼 만 하다.

그림172 **한국 vs. 일본 네이버 웹툰 MAU는 비슷하나**



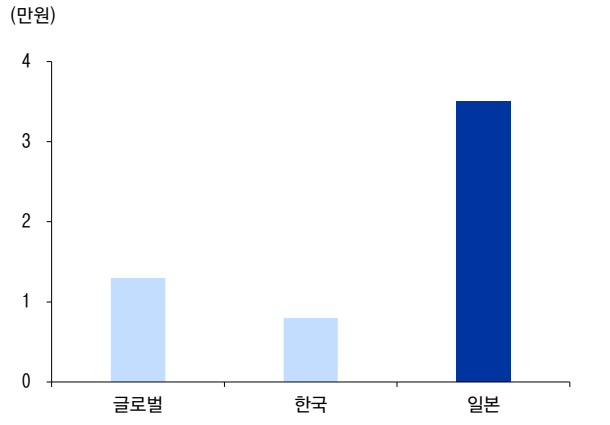
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림173 **일본은 PU 기준으로 성장 여력 충분**



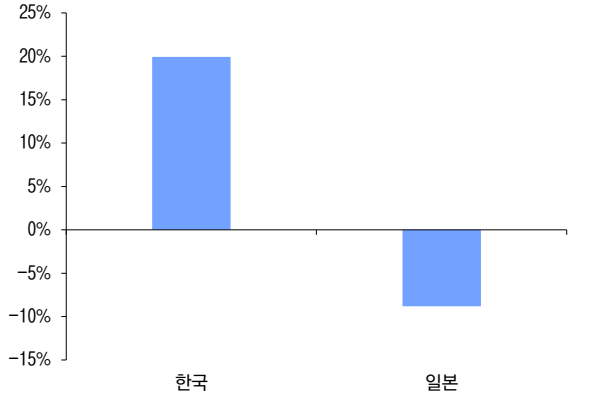
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림174 **월등히 높은 일본 ARPPU**



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림175 **한국 vs. 일본 2Q22 웹툰 사업 영업이익률**

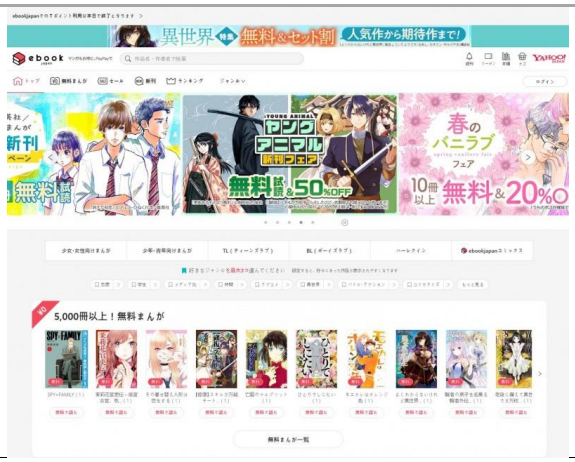


자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림176 **이북재팬 주가 추이**

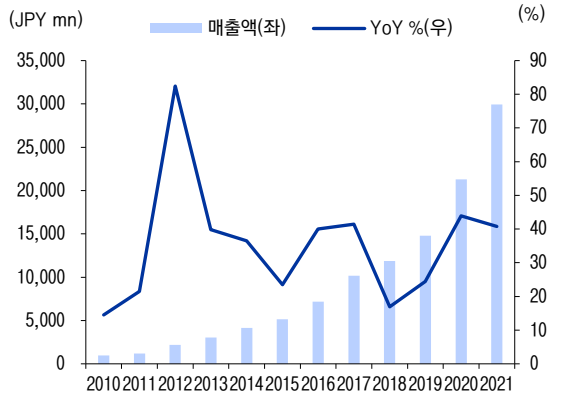
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림177 **이북재팬**



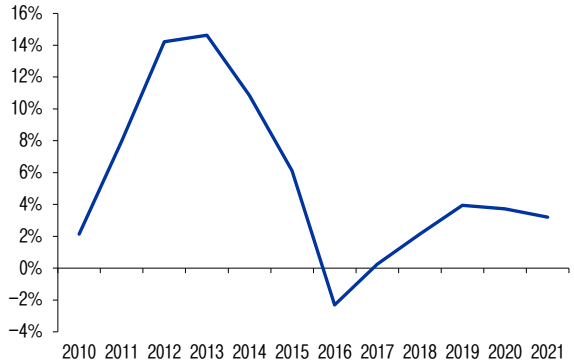
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림178 **이북재팬 연간 실적 추이**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 1월 결산

그림179 **이북재팬 연간 영업이익률 추이**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 1월 결산

6. Valuation

네이버에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 275,000원으로 커버리지를 개시한다. 밸류에이션은 각 사업 부문의 적정가치를 기반으로 Sum-of-the-parts 방식으로 산정했다. 2023년 연간 매출액은 전년대비 21.7% 증가한 10조 67억원, 영업이익은 전년대비 11% 증가한 1조 4,483억원을 추정한다. 올해 광고 산업은 2분기 이후부터 회복하겠으며, 커머스 부문은 D2C 채널의 시장 점유율 확대와 여행/예약의 회복, 포쉬마크 연결로 성장세가 돋보일 것으로 예상한다. 동사는 올해 7월 서치 GPT를 공개할 예정인데, 이를 통해 중장기적 관점에서 검색의 품질 향상과 커머스 기능 강화에 힘을 실어줄 것을 전망한다.

표13 NAVER Sum-of-the-parts Valuation

본업 가치						
(억원,배)	적정 가치	2023E NOPLAT	Target Multiple			
서치플랫폼 사업	127,937	8,529	15.0			영업이익률 35% 가정
	적정 가치	2023E GMV	Target Multiple			
커머스 사업	143,518	422,113	0.3			포쉬마크 제외, 쿠팡 EV/GMV 대비 50% 할인
합계	271,456					
종속기업 가치						
(억원,배)	적정 가치	2023E Sales	Target Multiple	지분율	할인율	
네이버웹툰	35,283	18,834	3.0	89.2%	30%	2023년 예상 매출액 및 글로벌 Peer P/S 30% 할인 적용, 전체 가치 대비 30% 할인
	적정 가치	2023E TPV	Target Multiple	지분율	할인율	
네이버파이낸셜	51,484	577,111	0.1	89.2%		2023년 예상 TPV 및 글로벌 Peer EV/TPV 대비 50% 할인 multiple 적용
	적정 가치	2023E Sales	Target Multiple	지분율	할인율	
네이버클라우드	17,064	4,612	3.7	100.0%		2023년 예상 매출액 및 글로벌 Peer P/S 30% 할인 multiple 적용
합계	103,832					
투자자산 가치						
(억원)	적정 가치	시가총액		지분율	할인율	
Z홀딩스	46,604	287,680		32.4%	50%	최근 3개월 평균 시가총액 대비 50% 할인
기업가치 합계	421,892					
순차입금	-9,000					별도 기준
주식수(천주)	149,977					자사주 제외
목표주가(원)	275,000					
현재주가(원)	186,100					
상승여력	47.7%					

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 NAVER 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
추정 실적											
매출액	18,452	20,458	20,573	22,717	23,239	25,053	25,210	26,564	82,201	100,067	114,249
서치플랫폼	8,499	9,055	8,962	9,164	8,851	9,458	9,450	9,731	35,680	37,491	41,209
검색	6,230	6,607	6,647	6,602	6,529	6,950	7,072	7,111	26,086	27,662	30,215
디스플레이	2,211	2,411	2,285	2,498	2,262	2,469	2,346	2,553	9,405	9,631	10,786
커머스	4,165	4,395	4,583	4,868	5,809	6,306	6,300	6,651	18,011	25,067	29,419
커머스 광고	2,606	2,736	2,677	2,765	2,793	3,092	2,937	3,163	10,784	11,985	13,184
중개 및 판매	1,323	1,421	1,566	1,729	2,603	2,775	2,905	3,013	6,040	11,296	14,093
멤버십	236	238	339	374	413	439	458	475	1,187	1,786	2,143
핀테크	2,748	2,957	2,962	3,199	3,292	3,482	3,565	3,958	11,866	14,297	16,787
콘텐츠	2,120	3,002	3,119	4,375	4,234	4,681	4,862	5,057	12,615	18,834	21,862
웹툰	1,639	2,511	2,685	3,829	3,626	4,049	4,299	4,386	10,663	16,360	18,814
스노우	331	274	290	384	446	400	409	498	1,279	1,753	2,277
클라우드	921	1,049	948	1,111	1,053	1,126	1,033	1,167	4,029	4,379	4,971
영업비용	15,434	17,096	17,271	19,353	20,082	21,557	21,473	22,472	69,154	85,584	97,482
개발/운영비용	4,721	5,151	5,217	5,615	5,549	6,005	6,065	6,527	20,703	24,145	26,969
파트너	6,237	7,201	7,222	8,979	9,179	9,946	9,984	9,968	29,639	39,078	46,055
인프라	1,327	1,414	1,522	1,542	1,619	1,754	1,872	1,897	5,806	7,142	8,213
마케팅	3,150	3,330	3,310	3,216	3,735	3,852	3,552	4,079	13,006	15,218	16,246
영업이익	3,018	3,362	3,302	3,365	3,158	3,496	3,737	4,093	13,047	14,483	16,766
영업이익률	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	13.6%	14.0%	14.8%	15.4%	15.9%	14.5%	14.7%
YoY %											
매출액	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	25.9%	22.5%	22.5%	16.9%	20.6%	21.7%	14.2%
서치플랫폼	12.6%	9.3%	8.0%	2.3%	4.2%	4.5%	5.5%	6.2%	7.9%	5.1%	9.9%
검색	9.9%	9.5%	10.6%	5.0%	4.8%	5.2%	6.4%	7.7%	8.7%	6.0%	9.2%
디스플레이	21.2%	8.5%	2.3%	-2.9%	2.3%	2.4%	2.7%	2.2%	6.2%	2.4%	12.1%
커머스	27.8%	19.7%	19.4%	18.3%	39.5%	43.5%	37.5%	36.6%	21.0%	39.2%	17.4%
커머스 광고	27.5%	16.5%	12.3%	4.0%	7.2%	13.0%	9.7%	14.4%	14.3%	11.1%	10.2%
중개 및 판매	22.6%	25.8%	28.8%	29.4%	96.7%	95.2%	85.5%	74.2%	26.8%	87.0%	24.8%
멤버십	74.7%	23.1%	41.4%	211.7%	75.0%	85.0%	35.2%	27.1%	72.5%	50.4%	20.3%
핀테크	31.1%	27.1%	22.5%	8.4%	19.8%	17.7%	20.4%	23.7%	21.2%	20.5%	17.4%
콘텐츠	70.1%	113.8%	77.3%	100.1%	99.7%	55.9%	55.9%	15.6%	91.3%	49.3%	16.1%
클라우드	8.9%	10.5%	-1.5%	3.9%	14.3%	7.4%	8.9%	5.1%	5.3%	8.7%	13.5%
영업비용	27.5%	28.7%	25.4%	22.8%	30.1%	26.1%	24.3%	16.1%	25.9%	23.8%	13.9%
개발/운영비용	16.2%	19.2%	24.3%	13.5%	17.5%	16.6%	16.3%	16.2%	18.1%	16.6%	11.7%
파트너	36.3%	36.7%	31.6%	40.7%	47.2%	38.1%	38.2%	11.2%	36.5%	31.8%	17.9%
인프라	22.3%	17.3%	19.3%	10.6%	22.0%	24.0%	23.0%	23.1%	17.0%	23.1%	15.1%
마케팅	32.5%	34.0%	17.5%	5.9%	18.6%	15.7%	7.3%	26.8%	21.4%	17.1%	6.8%
영업이익	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	4.6%	4.0%	13.2%	21.6%	-1.6%	11.0%	15.8%

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

NAVER (035420)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,528	6,440	6,136	6,934	8,037
현금 및 현금성자산	2,781	2,724	2,133	2,675	3,487
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,801	2,056	2,346
재고자산	6	9	10	11	13
기타유동자산	1,416	2,191	2,191	2,191	2,191
비유동자산	28,163	27,459	28,897	29,532	30,206
관계기업투자등	24,597	22,322	23,228	23,420	23,494
유형자산	2,111	2,458	2,733	3,007	3,428
무형자산	932	1,481	1,689	1,807	1,934
자산총계	**33,691**	**33,899**	**35,033**	**36,466**	**38,243**
유동부채	3,923	5,481	6,134	6,725	7,395
매입채무 및 기타재무	2,383	2,935	3,573	4,080	4,654
단기금융부채	567	1,647	1,467	1,397	1,317
기타유동부채	973	899	1,094	1,249	1,425
비유동부채	5,740	4,968	4,562	4,292	4,038
장기금융부채	3,903	3,306	3,066	2,946	2,826
기타비유동부채	1,837	1,662	1,495	1,346	1,211
부채총계	**9,664**	**10,449**	**10,696**	**11,018**	**11,433**
지배주주지분	23,536	22,744	23,632	24,742	26,104
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	23,080	23,646	24,807	26,193	27,831
비지배주주지분(연결)	492	706	706	706	706
자본총계	**24,027**	**23,450**	**24,338**	**25,448**	**26,810**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**6,818**	**8,220**	**10,007**	**11,425**	**13,032**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**6,818**	**8,220**	**10,007**	**11,425**	**13,032**
판매비 및 관리비	5,492	6,915	8,558	9,748	11,045
영업이익	**1,325**	**1,305**	**1,448**	**1,677**	**1,986**
(EBITDA)	1,759	1,866	2,115	2,407	2,794
금융손익	63	98	-157	-140	-123
이자비용	45	72	282	270	258
관계기업등 투자손익	532	21	114	154	194
기타영업외손익	206	-340	132	133	135
세전계속사업이익	**2,126**	**1,084**	**1,537**	**1,823**	**2,191**
계속사업법인세비용	649	411	611	709	852
계속사업이익	1,478	673	926	1,114	1,339
중단사업이익	15,000	0	0	0	0
당기순이익	**16,478**	**673**	**926**	**1,114**	**1,339**
지배주주	16,490	760	1,025	1,248	1,500
총포괄이익	**16,199**	**-790**	**926**	**1,114**	**1,339**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	19.4	15.9	14.5	14.7	15.2
EBITDA 마진률 (%)	25.8	22.7	21.1	21.1	21.4
당기순이익률 (%)	241.7	8.2	9.2	9.8	10.3
ROA (%)	65.0	2.2	3.0	3.6	4.1
ROE (%)	106.7	3.3	4.4	5.2	5.9
ROIC (%)	56.8	66.7	35.7	36.0	40.3

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**1,380**	**1,453**	**1,876**	**2,010**	**2,314**
당기순이익(손실)	16,478	673	926	1,114	1,339
비현금수익비용가감	-	1,318	766	795	827
유형자산감가상각비	412	519	624	639	655
무형자산상각비	21	42	42	41	41
기타현금수익비용	-	757	100	114	130
영업활동 자산부채변동	-10	307	185	100	148
매출채권 감소(증가)	-40	-56	-286	-255	-289
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-2
매입채무 증가(감소)	76	133	638	506	574
기타자산, 부채변동	-46	231	-166	-150	-135
투자활동 현금	**-13,999**	**-1,216**	**-2,451**	**-1,732**	**-1,816**
유형자산처분(취득)	-747	-689	-900	-800	-800
무형자산 감소(증가)	-52	-55	-28	-28	-28
투자자산 감소(증가)	-1,253	-475	-957	-996	-1,036
기타투자활동	-	2	-566	92	49
재무활동 현금	**11,642**	**-339**	**-16**	**264**	**314**
차입금의 증가(감소)	10,619	-392	-120	-120	-120
자본의 증가(감소)	156	-152	-137	-138	-138
배당금의 지급	60	213	137	138	138
기타재무활동	867	204	241	522	572
현금의 증가	**-1,064**	**-57**	**-591**	**541**	**812**
기초현금	3,846	2,781	2,724	2,133	2,675
기말현금	2,781	2,724	2,133	2,675	3,487

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	3.4	35.0	27.2	22.4	18.6
P/B	2.6	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	35.8	16.1	15.0	13.1	11.1
P/CF	29.9	14.6	18.0	16.0	14.1
배당수익률 (%)	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	28.5	20.6	21.7	14.2	14.1
영업이익	9.1	-1.6	11.0	15.8	18.5
세전이익	30.2	-49.0	31.3	17.3	19.6
당기순이익	1,850.0	-95.9	37.5	20.4	20.2
EPS	1,525.3	-95.4	34.8	21.8	20.2
안정성 (%)					
부채비율	40.2	44.6	43.9	43.3	42.6
유동비율	140.9	117.5	100.0	103.1	108.7
순차입금/자기자본(x)	3.7	4.2	4.5	1.3	-2.8
영업이익/금융비용(x)	29.3	18.2	5.1	6.2	7.7
총차입금 (십억원)	4,470	4,953	4,533	4,343	4,143
순차입금 (십억원)	885	986	1,107	323	-744
주당지표 (원)					
EPS	110,449	5,069	6,831	8,322	10,002
BPS	143,467	138,642	144,052	150,819	159,122
CFPS	12,680	12,138	10,313	11,640	13,203
DPS	511	914	920	920	920

카카오 (035720)

2023. 4. 26 | 인터넷/플랫폼

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

팔방미인으로 진화 중

국내 압도적 1위 메신저를 기반으로 무한 확장

카카오는 국내 1위 모바일 메신저 카카오톡 서비스를 기반으로 플랫폼 및 콘텐츠 사업을 영위하고 있다. 동사의 플랫폼 사업은 톡비즈(광고, 커머스), 플랫폼 기타(모빌리티, 페이 등), 포털비즈 등이고(비중 53.1%), 콘텐츠 사업은 게임, 뮤직, 스토리, 미디어 등의 서비스가 포함된다(비중 46.9%). 2022년 4분기말 기준 카카오톡 국내 월간 활성 사용자수는 4,778만명으로, 93%에 달하는 점유율을 가지고 있어, 이를 기반으로 모바일 중심의 다양한 사업으로 확장이 가능했다. 2023년 카카오는 친구탭을 개선하고 오픈채팅의 별도탭을 신설하며 톡비즈 사업 부문을 개편할 예정인데, 이를 통해 트래픽 확대 및 커머스의 부가적인 확장을 꾀할 수 있다는 판단이다. 2023년 연간 매출액은 전년대비 14.0% 증가한 8조 998억원, 영업이익은 전년대비 12.6% 증가한 6,537억원을 전망한다.

2023년 전략: 톡비즈 개편, 콘텐츠 확장

현재 프로필/친구 탭의 DAU는 2,000만명 이상인 것으로 추정되는데, 채팅탭의 DAU가 4,000만명이 넘는다는 점을 고려하면 성장 여력이 충분하다. 지난해 말 공감 스티커 출시에 이어 톡 비즈 사업에 새로운 기능을 지속적으로 확장할 계획이며, DAU 활성화를 통해 비즈보드 상품의 가치 제고, 커머스 거래로 활성화로 이어질 것을 전망한다.

카카오는 플랫폼으로 성공했던 국내 사업을 넘어서 일본 시장에서 웹툰으로 성공을 거뒀고, 이후 글로벌 IP를 통해 확장하겠다는 '비욘드 코리아'를 미래 10년 핵심 키워드로 삼고 전략을 재편하고 있다. 카카오 및 카카오엔터테인먼트는 지난 3월 28일 SM엔터테인먼트 주식의 39.9%를 확보했고, 금번 인수로 SM엔터테인먼트 아티스트의 음원음반 유통 사업을 통해 뮤직 사업에 성장 동력을 더하게 됐다. 해외 팬 확보 아티스트들을 활용해 다양한 콘텐츠로의 확장 또한 가능해졌다.

투자의견 Buy, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

카카오에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 75,000원으로 커버리지를 개시한다. 현 주가 대비 상승여력은 33.9%다. 광고 사업은 올해 톡비즈 개편 및 업황 개선으로 하반기 회복이 예상되고, 선물하기를 기반으로 한 커머스 사업은 압도적 점유율로 안정적인 수익을 기대해 볼 수 있다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	75,000 원
현재주가	56,000 원
상승여력	33.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (4/25)		2,489.02 pt
시가총액		249,568 억원
발행주식수		445,657 천주
52 주 최고가/최저가		92,000 / 47,300 원
90 일 일평균거래대금		1,307.67 억원
외국인 지분율		26.1%
배당수익률(23.12E)		0.1%
BPS(23.12E)		23,653 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-11.9%
	6 개월	3.4%
	12 개월	-31.2%
주주구성	김범수 (외 73 인)	24.1%
	국민연금공단 (외 1 인)	6.4%
	MAXIMO PTE (외 1 인)	6.3%

Stock Price

Financial Data

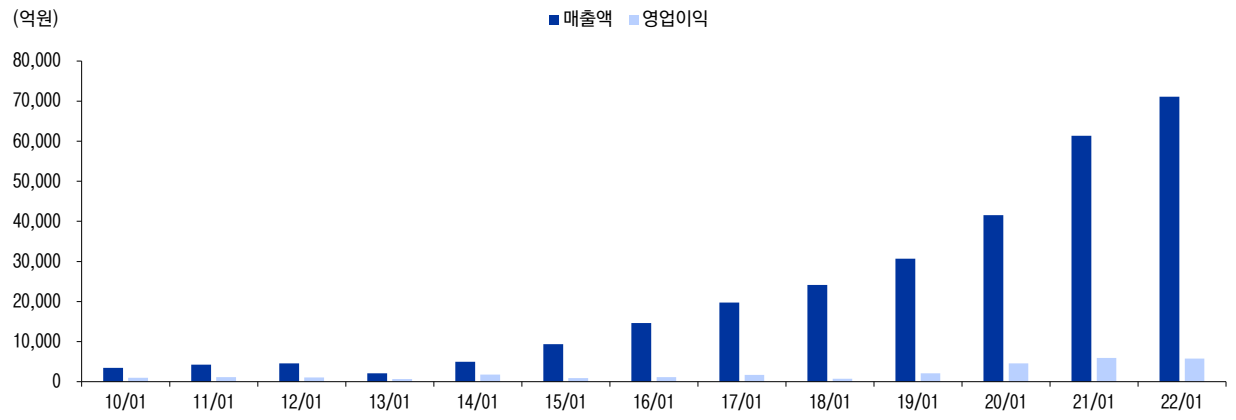
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	6,137	595	2,294	1,646	3,209	807.5	968	35.1	48.7	5.0	17.1
2022	7,107	580	1,304	1,063	3,098	-3.5	1,162	17.1	18.8	2.4	13.5
2023E	8,100	654	894	835	1,292	-58.3	1,350	43.3	17.7	2.4	8.1
2024E	9,021	847	1,096	1,126	1,788	38.4	1,542	31.3	15.5	2.2	10.3
2025E	9,981	967	1,226	1,303	2,100	17.4	1,665	26.7	14.3	2.0	11.1

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1. 기업 개요

카카오는 국내 1위 모바일 메신저 카카오톡 서비스를 기반으로 플랫폼 및 콘텐츠 사업을 영위하고 있다. 2022년 연결 기준 매출액은 전년대비 15.8% 증가한 7조 1,068억원, 영업이익은 전년대비 2.5% 감소한 5,803억원을 기록했다. 매출액 중 플랫폼 사업은 53.1%, 콘텐츠 사업은 46.9%의 비중을 차지하고 있다. 플랫폼 사업은 톡비즈(광고, 커머스), 플랫폼 기타(모빌리티, 페이 등), 포털비즈 등이고, 게임, 뮤직, 스토리, 미디어 등의 서비스는 콘텐츠로 분류되고 있다. 2022년 4분기말 기준 카카오톡 국내 월간 활성 사용자수는 4,778만명으로, 93%에 달하는 점유율을 가지고 있어, 이를 기반으로 모바일 중심의 다양한 사업으로 확장이 가능했다. 세부 사업별 매출 비중은 톡비즈 26.8%, 플랫폼 20.3%, 게임 15.6%, 스토리 13.0%, 뮤직 12.6% 등이다.

그림180 **카카오 역대 실적 추이**

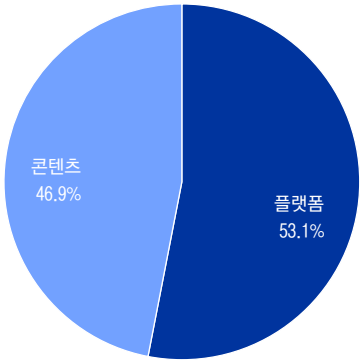


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림181 **카카오 역대 주가 추이**

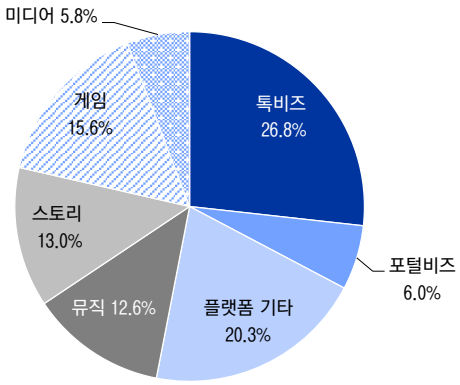
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림182 카카오 매출액 비중(2022)



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림183 카카오 세부 사업별 매출 비중(2022)



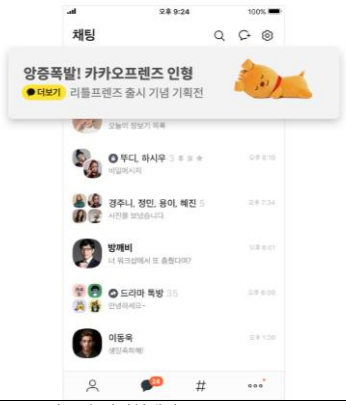
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 톡비즈

1) 광고형: 2023년 하반기 기대

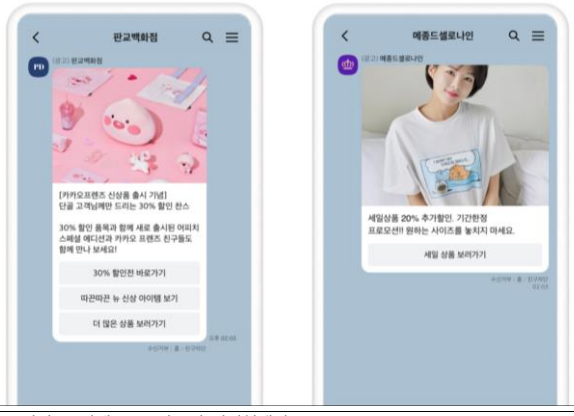
카카오의 톡비즈 사업은 2022년 연간 1조 9,017억원의 매출액을 기록했으며, 광고형과 거래형이 각각 55.4%, 44.6% 비중을 차지하고 있다. 광고형 상품은 디스플레이 광고(비즈보드 등), 메시지 광고(톡채널 등), 검색 광고로 분류되는데, 이 중 비즈보드는 가장 비중이 높아 중요한 광고 인벤토리다. 2019년 5월에 런칭한 비즈보드 상품은 채팅탭을 시작으로 쇼핑, 뷰, 더보기 탭에도 추가되면서 광고형 사업에서 안정적인 수익을 확보해 왔다.

그림184 톡비즈 내 가장 중요한 사업: 비즈보드



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림185 톡비즈 메시지 광고: 카카오 톡채널



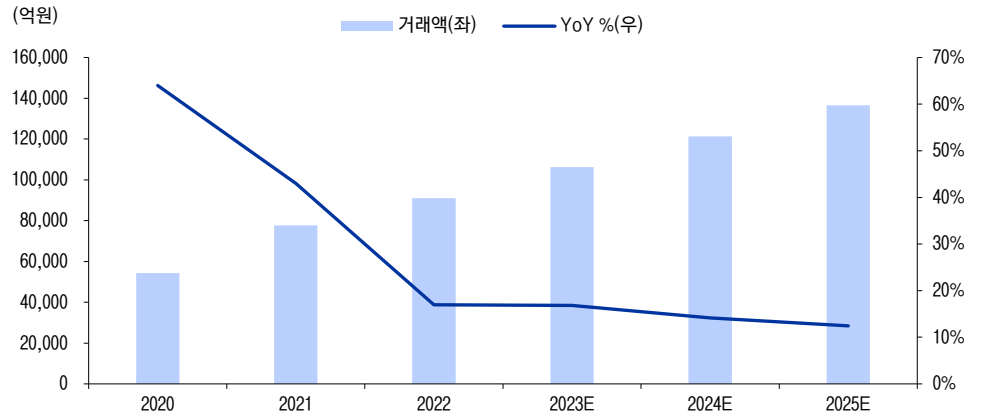
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오는 지난 해 9월 말 효자 상품인 비즈보드를 친구 탭에도 추가로 출시했다. 다만 작년 10월 동사의 IDC 화재 영향으로 해당 광고면이 피해신고 접수화면으로 일시 대체되었고, 이에 신규 상품 확장에 다소 지연이 있었던 것으로 판단한다. 올해 1분기부터 판매 정상화를 예상했지만 경기 둔화로 1분기 톡비즈 광고 부문 성장은 다소 제한적이었을 것으로 추정한다. 그럼에도 비즈보드 상품은 직접적인 수익성 개선 효과가 크기 때문에, 점진적 판매 정상화로 하반기 실적 개선을 기대해 볼 수 있다.

2) 거래형: 통합 거래액 YoY 16.8% 증가한 10조 6,300억원 추정

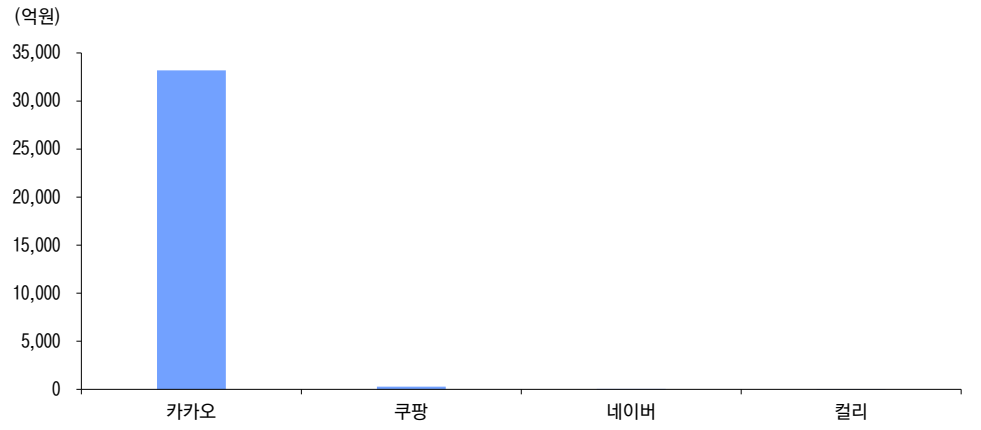
톡비즈 거래형은 선물하기, 톡스토어, 메이커스, 지그재그 등의 커머스 플랫폼에서 창출되는 수익으로 구성돼 있다. 2022년 거래액은 9.1조원 수준을 기록했는데, 이 중 선물하기의 비중이 가장 높다. 품목별로 차이는 있지만 평균 수수료는 약 10% 수준으로 추정된다. 과거 교환권 매출액 비중이 높았던 추세에서 최근 배송 상품 비중이 상승하고 있어 긍정적인데, 배송 상품은 교환권 매출액 대비 단가도 높고 명품이나 잡화, 패션과 같은 고관여 상품까지도 품목 확대가 가능하기 때문이다. 현재 교환권과 배송 상품 매출 비중은 6:4 수준으로 추정된다.

그림186 **카카오 커머스 통합 거래액 추이 및 전망**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림187 **카카오 선물하기 거래액: 선물하기 시장 내 압도적 점유율**

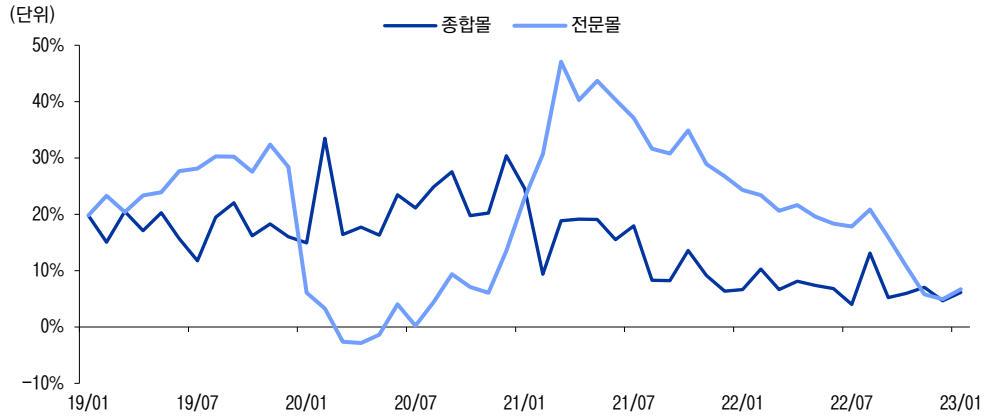


자료: 홍정민 더불어민주당 의원실, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2021년 기준, 컬리는 2021년 12월 출시 기준

기존 선물하기 이용의 절반 이상이 생일에서 발생하고 있다. 카카오는 올해 개편되는 프로필과 친구탭을 활용해 생일 이외의 맥락에서 선물하기 건수를 증대시키는 효과를 기대하고 있다. 이에 올해 카카오 커머스 사업의 통합 거래액은 전년대비 16.8% 증가한 10조 6,300억원 수준을 추정한다. 선물하기의 안정적 성장과 더불어, 버티컬 플랫폼인 지그재그가

전체 성장률을 상회할 것으로 전망한다. 올해 이커머스 업체들의 수익성 중심 경영이 예상되는 만큼, 경쟁 심화는 일단락 되었다고 판단한다. 이러한 상황에서 버티컬 플랫폼들의 선전이 주목되는 시점이다.

그림188 **이커머스 내 종합몰 vs. 전문몰 매출액 성장률 추이**



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오톡은 2018년 5월 친구의 생일을 표시해주는 기능을 출시했고, 이를 통해 선물하기 서비스를 활성화시킬 수 있었다. 올해 카카오는 친구탭을 개선하고 오픈채팅의 별도탭을 신설할 예정인데, 이를 통해 트래픽 확대 및 커머스의 부가적인 확장을 꾀할 수 있다는 판단이다. 현재 프로필/친구 탭의 DAU는 2,000만명 이상인 것으로 추정되는데, 채팅탭의 DAU가 4,000만명이 넘는다는 점을 고려하면 성장 여력이 있다. 이에 지난해 말 공감 스티커를 출시했고, 톡 프로필 콘텐츠 제작도구로 카카오브레인의 '칼로'를 추가하는 등 새로운 기능을 지속적으로 확장할 계획이다. 이를 통해 생일 이외의 일상 감정 표현이나, 졸업, 승진, 출산 등의 이벤트도 프로필에서 적극적으로 공유가 가능해지며, 이는 결국 커머스 거래로 활성화로 이어질 수 있다는 판단이다.

그림189 **카카오톡 프로필 이모티콘 스티커 도입(2023.3)**

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림190 **카카오브레인 생성 AI 칼로 기반 비^디스커버 앱**

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오는 오픈채팅 기능 또한 확장 예정인데, 기존 지인 간의 소통이 대부분이었던 대화를 비지인과의 소통으로 늘리겠다는 전략이다. 오픈채팅은 동호회나 지역 모임 등 관심사에 기반해 운영되고 있는데, 지난 해 10월 기준 DAU 900만명 수준을 유지하고 있다. 특히 사용자수는 코로나19 이전인 2019년 대비 76% 증가했다. 오픈채팅은 2015년 8월부터 운영됐는데, 이용자 증대를 위해 별도의 탭으로 올해 중 분리될 예정이다. 오픈채팅 안에서도 선물하기 기능이 가능하기 때문에, 탭 분리 후 DAU 제고는 커머스 거래의 Q도 동반 상승하는데에 도움을 줄 것으로 전망한다.

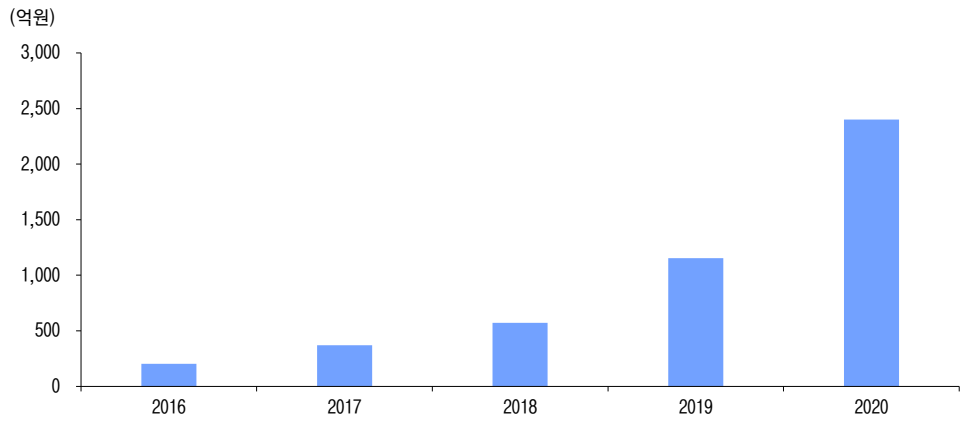
또한 선물은 타인을 위해 소비하는 행위이기 때문에 중개 업체 입장에서 객단가 제고가 용이한 점도 강점이다. 카카오톡 선물하기에 입점한 업체 수는 8천개 이상이고, 압도적인 시장 점유율을 가지고 있기 때문에 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 현재 럭셔리 브랜드는 180개 정도 입점 중인데, 연말까지 300개로 늘어날 전망이다. 특히 선물하기는 최근 브랜드 업체들이 20~30대가 처음으로 명품을 접하는 창구로 활용 중이고, 이에 배송상품의 비중 상승과 함께 객단가 상승에는 유리한 환경이 마련된 것으로 판단한다.

표15 **카카오 선물하기 명품 장르 확장 내용**

시기	내용
2019.8	명품 화장품 테마 신설
2020.2	명품 장르를 지갑, 핸드백, 주얼리로 확장
2020.7	샤넬 뷰티 공식 입점
2020년 상반기	명품 패션잡화 거래액 YoY 3배 증가
2020.11	젠틀몬스터 공식 입점
2020.11	몽블랑 공식 입점
2020.12	티파니 공식 입점

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림191 **카카오 선물하기 내 명품 거래액: 2016 년 203 억원에서 10 배 이상 증가**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

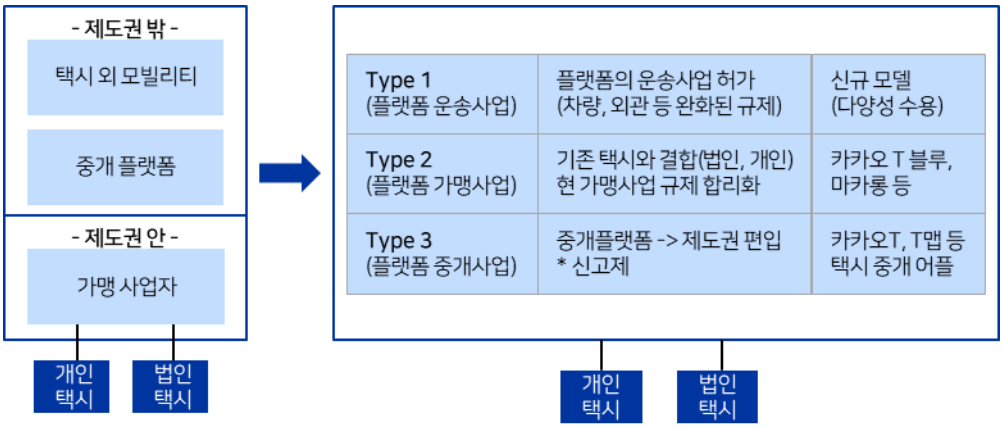
3. 플랫폼 기타

플랫폼 기타 부문은 신사업으로, 2022년 연간 매출액은 1조 4,446억원을 기록했다. 이 중 카카오모빌리티가 비중이 가장 높고, 그 다음은 카카오페이 부문이 차지하고 있다. 카카오모빌리티는 카카오T 앱을 통해 택시, 블랙, 대리, 주차 등의 서비스를 제공하고 있는데 이 중 택시 사업이 가장 중요한 수익원이다. 카카오페이는 결제, 송금, 금융 서비스를 통해 이용자를 늘려나가며 수익을 창출하고 있다.

1) 카카오모빌리티: 플랫폼 의존도 상승 전망

2019년 7월 여객운수법에 운송플랫폼 사업 내용이 신설되었는데, 이 내용에 따르면 현재 카카오모빌리티는 플랫폼 중개사업(Type 2)과 플랫폼 가맹사업(Type 3)을 함께 영위하고 있다. 이 중 플랫폼 가맹사업은 자회사인 KM솔루션을 통해 택시회사들과 가맹계약을 체결하고, 운임과 호출료의 일부를 수익으로 인식하고 있다. 현재 카카오T에 등록된 일반 택시는 22만대로, 2022년 10월 기준 등록대수인 24만대 기준으로 보면 점유율 92%로 압도적이다. 일반택시 이외 가맹택시인 T블루는 4만대 수준으로 추정된다.

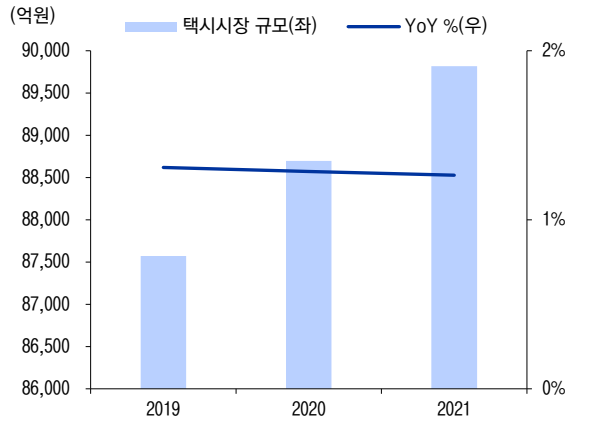
그림192 **여객운송법에 따른 운송 플랫폼 유형**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

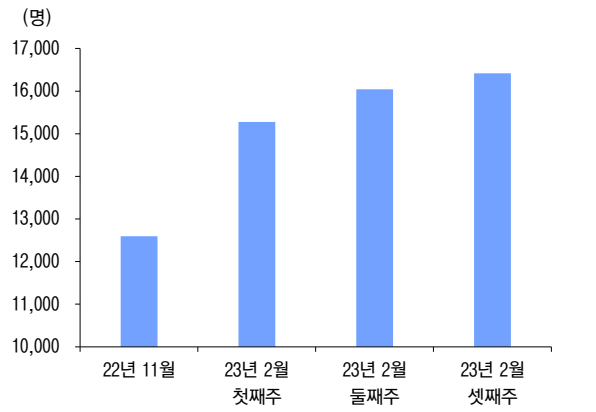
올해 2월부터 택시비가 인상되었다. 서울시 기준 기본요금이 3,800원에서 4,800원으로 26.3% 올랐고, 지난 해 12월 할증 기준 시간도 2시간 확대된 상황이다. 기본요금 적용 거리도 기존 대비 감소해(2km → 1.6km), 단기적으로 택시들의 모빌리티 플랫폼에 대한 의존도가 높아질 수 있다는 판단이다.

그림193 국내 택시 시장 규모 추이: 저성장 지속



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림194 택시요금 인상 후 심야버스 승객 수 증가



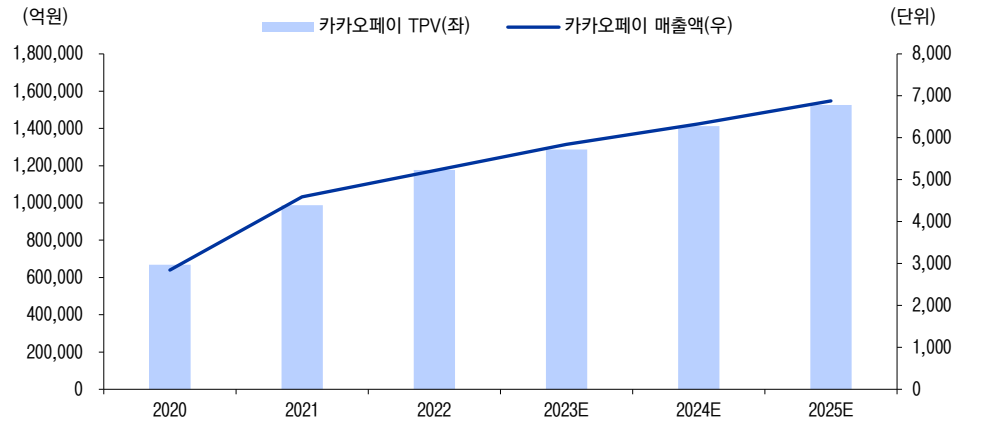
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

더불어 택시 사업을 기반으로 확보한 트래픽으로 대리운전, 주차 사업 또한 새로운 성장 동력으로 눈여겨 볼 만 하다. 카카오는 2016년 카카오T 앱을 통해 대리운전 시장에 진출했는데, 전화콜 업체 1577 대리운전과 대리 호출 프로그램 콜마너를 인수하면서 점유율을 늘려나가고 있다. 특히 대리운전 사업은 마진이 높아 모빌리티 부문 수익성에 도움을 주는 것으로 추정된다.

2) 카카오페이: 간편결제는 거스를 수 없는 대세

카카오페이의 2022년 연간 TPV는 전년대비 19.2% 증가한 118조원을 기록했으며, 이익 기여도가 높은 Revenue TPV 기준으로는 전년대비 26% 증가한 34조원을 기록했다. 가장 중요한 사업은 카카오페이 기반으로 발생한 거래에 대한 결제 서비스 수수료이며, 2022년 기준 매출액 중 74%의 비중을 차지하고 있다. 이외에 대출, 보험, 카드, 증권 중개 관련 금융 서비스 수수료 비중이 21.2% 수준이다.

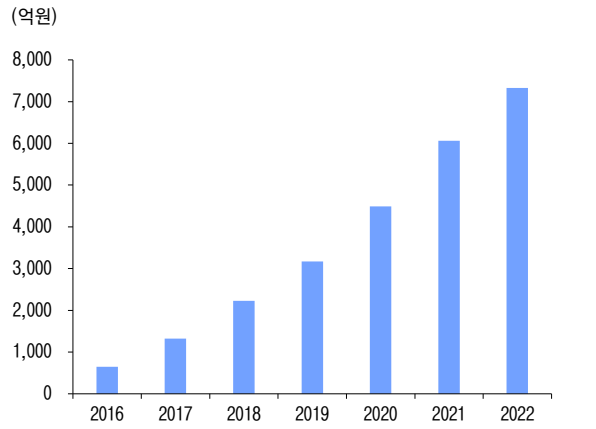
그림195 카카오페이 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

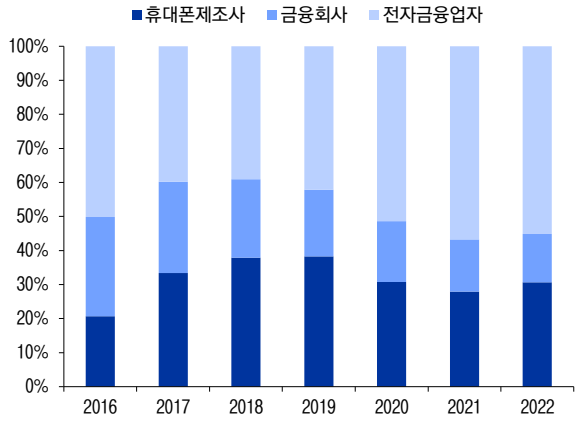
전체 결제 시장에서 간편결제 침투는 지속해서 이어질 것으로 판단하고, 해외 서비스 확대 등으로 올해도 12~13% 수준의 성장을 이어갈 것으로 전망한다. 지난 해 IDC 화재 영향으로 10~11월 결제 TPV 둔화가 이어졌던 것으로 보이나, 현재는 회복된 수준으로 추정한다. 더불어 2022년 금융서비스 매출액이 전년대비 15.9% 감소했는데, 고금리 기조에 따라 비우호적인 영업환경 영향이었다. 금리 인상이 대체로 정점을 지났다는 시각이 우세하고, 신규 대출 상품 출시 및 라인업 다각화가 예정되어 있어 회복은 가능하다는 판단이다. 이에 2023년 연간 페이 부문 매출액은 전년대비 12% 증가한 5,840억원을 예상한다.

그림196 **간편결제 일평균 이용금액 규모**



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림197 **간편결제 서비스 제공업체별 일평균 이용 건수 규모**

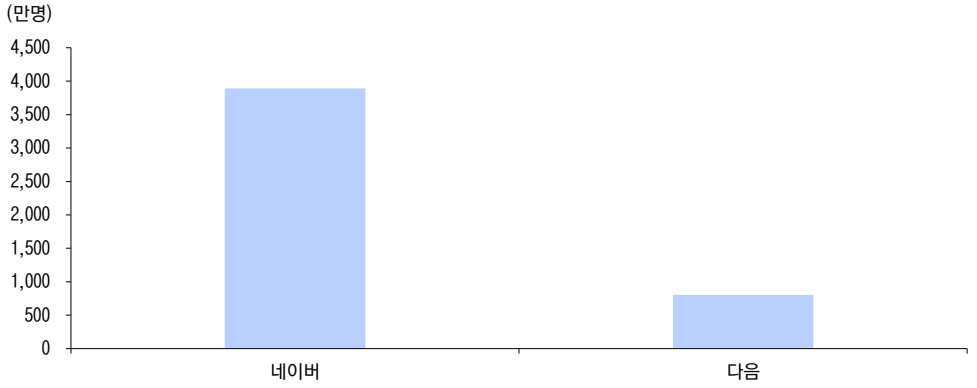


자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

3) 카카오브레인/엔터프라이즈: 미래 먹거리

지난 3월 28일 열린 카카오 주주총회에서 홍은택 카카오 대표는 중장기 지속 가능한 성장을 위한 새로운 기회를 찾기 위해 AI와 헬스케어 영역에 집중하고 있다고 밝혔다. 그동안 카카오는 자회사 카카오브레인과 카카오엔터프라이즈를 통해 AI 모델을 개발해 왔고, 자체 초거대 AI 모델로 Ko-GPT를 가지고 있다. Ko-GPT는 한국어 특화 AI 모델로 2021년 출시 당시 300억개의 파라미터 기반으로 개발되었고, 2,000억개 토큰을 학습했다. 경쟁사나 글로벌 업체 대비 모델 크기가 작은 편이다.

그림198 **다음 vs. 네이버 MAU: 카카오는 검색 AI 고도화보단 버티컬 AI 집중이 유리**



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2023년 1월 기준

이에 카카오는 버티컬 AI 서비스에 집중할 계획이다. 모델의 크기가 품질을 좌우하므로, 풍부한 자본과 기술력을 지닌 글로벌 기업이 절대적으로 유리하기 때문이다. 이에 카카오는 잘할 수 있는 영역에 AI 모델을 적용하겠다는 전략이다. 카카오톡 내 개인 비서 조르디를 AI를 활용해 강화했고, 한국어와 관련된 과제를 수행할 수 있는 Ko-GPT API도 공개했다. 이를 통해 소상공인들은 광고 카피 작성 등 맥락과 의도에 따라 문장을 생성하는 업무가 가능하다. 또한 이미지 생성 모델인 칼로(Karlo)는 사용자가 입력한 문장과 이미지를 기반으로 새로운 이미지를 만드는 기능도 제공하고 있다. 향후 이를 카카오톡 프로필 사진과 배경에 업로드하는 서비스 등 버티컬 영역에서의 활용을 기대해 볼 수 있겠다.

그림199 **KoGPT AI**

자료: 카카오브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오브레인은 지난 3월 20일 KoGPT와 칼로 등을 활용한 AI 챗봇 다다음(ddmm)의 시범 서비스도 시작했다. 콘텐츠를 요약해주거나 텍스트를 이미지화 해주는 기능, 언어 공부, 번역 등의 서비스를 이용할 수 있다. 다만 공개 하루 만에 서비스 이용자수는 1만명을 넘었고, 예상을 벗어난 수요 급증으로 오픈베타 하루만에 서비스가 중단됐다. 카카오브레인은 소규모 사용자 테스트를 위한 베타 서비스가 불가능하다고 판단해 서비스 완성도를 높여 4월 중 다시 런칭하는 것을 계획하고 있다.

그림200 **카카오브레인 다다음(ddmm)**

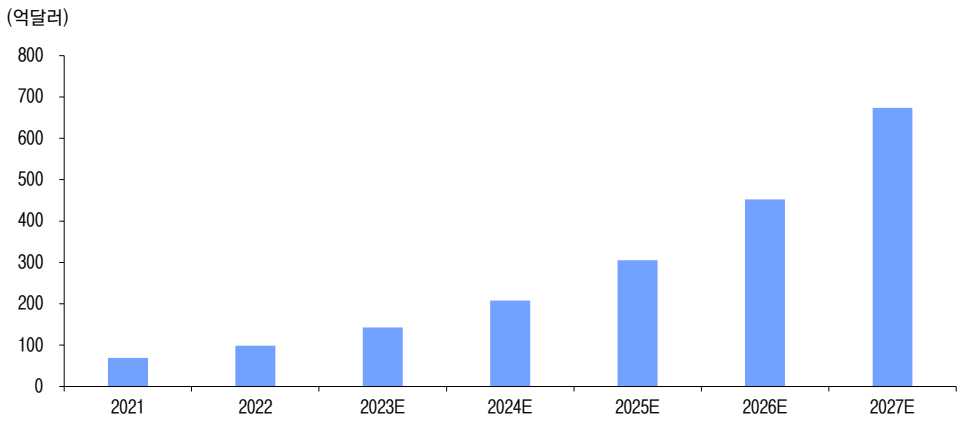
자료: 카카오브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

그림201 **다다음, 폭발적인 사용자 증가로 서비스 중단**

자료: 카카오브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

더불어 카카오는 헬스케어 관련, 초거대 AI 모델을 의료 영상 분석에 활용할 계획을 가지고 있다. 국내 및 해외 기업들은 엑스레이 영상 촬영 시 질환이 의심되는 부위를 인지하고 표시해 주는 기술에 주로 집중해 왔다. 카카오는 이 다음 단계인 판독문 초안 작성에 AI를 활용해 진단에 소요되는 시간을 단축하고 업무 효율을 제고시킬 계획이다. 이와 더불어 카카오브레인은 인공지능 기반 신약 개발사 갤럭스와 함께 AI 기반의 항체 신약 설계 플랫폼 구축에 나서는 등 중장기적으로 신약 개발 분야에도 힘쓸 전망이다.

그림202 **글로벌 AI 헬스케어 시장 규모 추이 및 전망**



자료: MarketsandMarkets, 이베스트투자증권 리서치센터

4. 콘텐츠

2022년 카카오 콘텐츠 부문의 매출액은 전년대비 15.2% 증가한 3조 3,368억원을 기록했다. 뮤직, 스토리, 게임, 미디어 사업으로 구성되어 있고, 2022년 기준 각 매출 비중은 뮤직 26.8%, 스토리 28%, 게임 33%, 미디어 12.3% 수준이다. 뮤직 부문은 국내 최대의 유료가입자를 기반으로 캐쉬카우 역할을 하고 있는 멜론 사업과 음원/음반 유통 사업이 포함된다. 스토리 부문은 한국/글로벌 웹툰 및 IP 관련 사업이다. 미디어 부문은 아티스트 IP를 활용한 매니지먼트 사업과 영상 제작사업을 전개하고 있다.

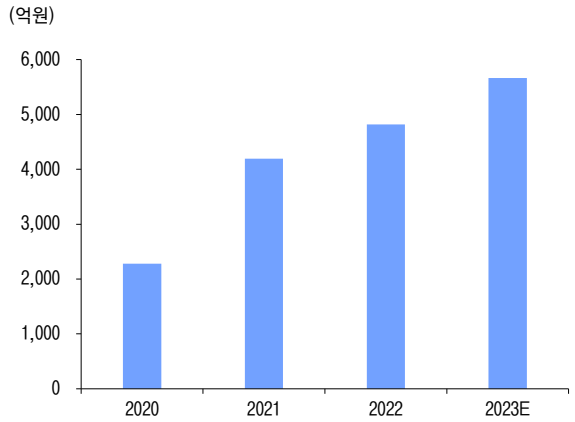
1) 웹툰: 일본 시장 1위, 유럽까지 넘본다

카카오는 일본 시장에서 카카오픽코마 서비스로 일본 웹툰 시장 점유율 1위를 차지하고 있다. 세계 만화 시장 매출 중 절반 가까이가 일본에서 발생하고 있는데, 2021년 일본의 만화 시장 규모는 6,759억엔 수준이다. 특징점은 코로나19 이후 이커머스와 마찬가지로 만화 소비가 디지털로 빠르게 전환되고 있다는 것이다. 일본 콘텐츠 제작사들은 만화 플랫폼이 종이책에서 온라인으로 넘어오는 동안에도 여전히 아날로그 방식을 고수했고, 이에 디지털 전환에 실패했다. 특히 카카오의 픽코마 서비스는 해외 진출을 M&A가 아닌 자체 기획 및 운영으로 성공시킨 사례라는 점에서 큰 의미가 있다.

그림203 **카카오픽코마**

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

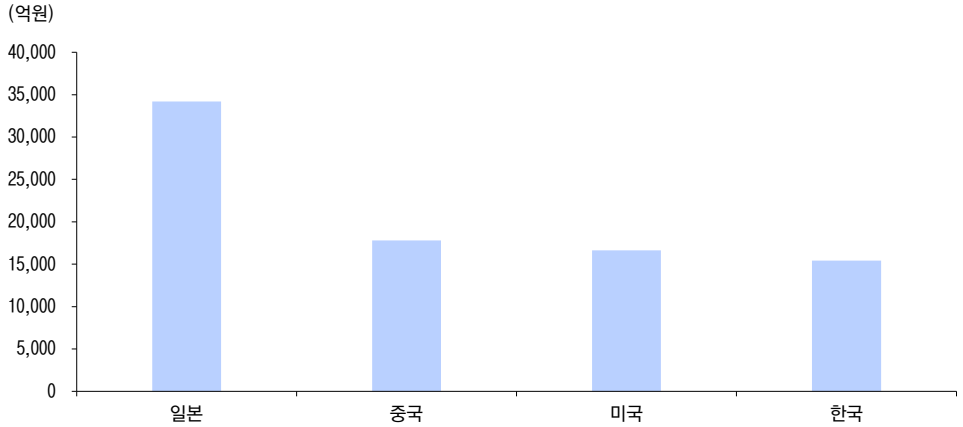
그림204 **카카오픽코마 매출액 추이 및 전망**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

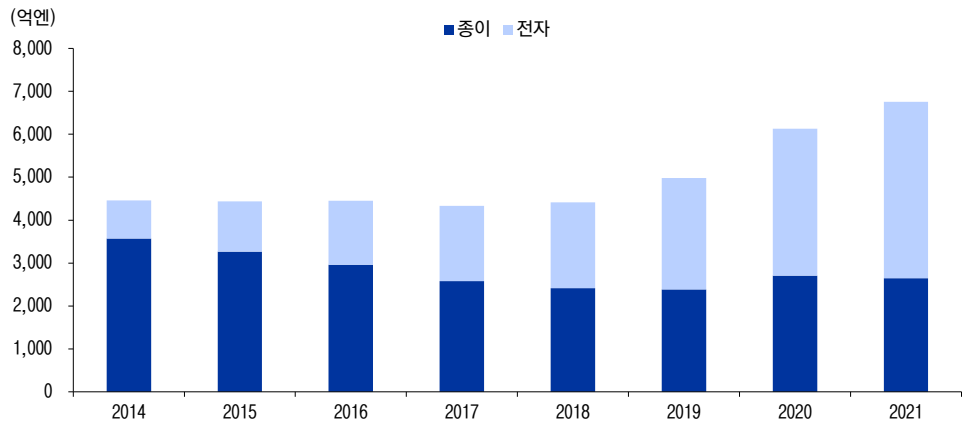
카카오픽코마의 2022년 거래액은 전년대비 20% 성장한 8,698억원을 기록했다. 2022년 일본 전자 만화 시장이 9% 성장했음에도 동사의 픽코마 서비스는 두자릿수 성장률을 이어갔고, 엔저 상황에서도 높은 성장을 기록했다. 이는 픽코마의 양질 콘텐츠 풀과 큐레이션 능력을 방증하는 대목이라 볼 수 있다. 수익성도 양호한 흐름이다. 카카오픽코마는 2022년 3분기부터 마케팅 효율화 작업을 진행하면서 사상 최대 분기 영업이익을 기록했고, 동시에 MAU도 1,000만명을 돌파하는 성과를 거뒀다. 2023년 카카오픽코마의 거래액은 전년대비 24.2% 증가한 1조 803억원을 예상하고, 매출액 또한 두자릿수 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

그림205 **글로벌 디지털 만화시장 규모(2020 년 기준)**



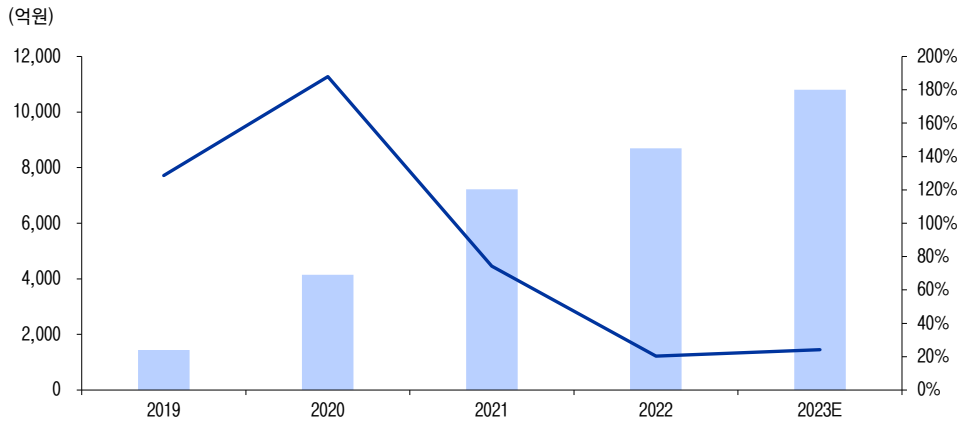
자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림206 일본 만화 시장 규모: 전자 만화로의 전환 중



자료: 出版科学研究所, 이베스트투자증권 리서치센터

그림207 카카오픽코마 거래액 추이 및 전망



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

2022년 3월 카카오픽코마는 프랑스에 진출했다. 프랑스가 유럽 내 가장 큰 만화 시장을 가지고 있는 국가인만큼, 향후 성장 동력으로 기대해 볼 만 하다. 2022년 연간으로 픽코마는 프랑스 웹툰 플랫폼 매출 3위를 기록해(구글 플레이 및 애플 앱스토어 In-App 결제 합산 기준), 현지 시장에 빠르게 안착했다는 판단이다. 특히 2024년 파리 올림픽 개최가 예정되어 있어 프랑스의 모바일 관련 인프라 환경이 개선될 것으로 전망되는데, 이에 웹툰 시장 성장에도 유리한 환경이 이어질 것으로 판단한다. 현재는 2017년 파리 시내 15개 지하철역에서 무료 와이파이 사용이 가능한데, 이는 만화의 주력 독자층인 10~20대의 웹툰 소비를 가속화할 것으로 전망된다.

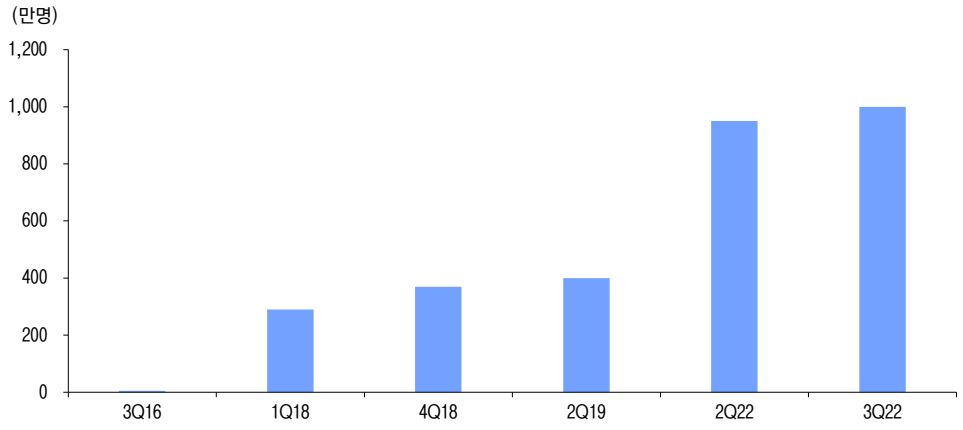
표16 **프랑스 웹툰 사업 주요 업체**

업체명	서비스명		출시연도	콘텐츠	인기작
프낙/다티(Fnac/Darty)	이즈네오	izneo	2010년	웹툰, 전자책, 일본 작품	진격의 거인(일본), 머글의 법칙(한국)
키다리스튜디오	델리툰	delitoon	2011년 2016년(앱)	한국, 중국, 일본 작가 작품 위주	빛과 그림자(한국)
드퓌(Dupuis)	웹툰팩토리	WEBTOON FACTORY	2017년 2019년(앱)	유럽 작가 위주	My demon Secretary(인니), Imaginary Dave(프랑스)
네이버 라인	웹툰 라인	WEB TOON	2019년	네이버 웹툰	여신강림(한국)
델쿠르(Delcourt)	베리툰	verytoon	2021년	한국 작가 위주	나 혼자만 레벨업(한국)
카카오픽코마	픽코마	piccoma	2022년	카카오웹툰 인기작, 일본 작품	

자료: Kotra, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오픽코마는 2021년 투자 유치 당시 8,470억엔의 기업가치를 평가 받았고, 2022년 상장을 계획하고 있었다. 올해 초 카카오엔터테인먼트가 픽코마 흡수합병 방안에 대해 검토한다는 보도가 있었지만, 카카오 측은 공시를 통해 정해진 바가 없다는 입장을 밝혔고 기존 계획대로 일본 증시 상장 진행은 이루어질 것으로 판단한다.

그림208 **카카오픽코마 일본 MAU 추이**

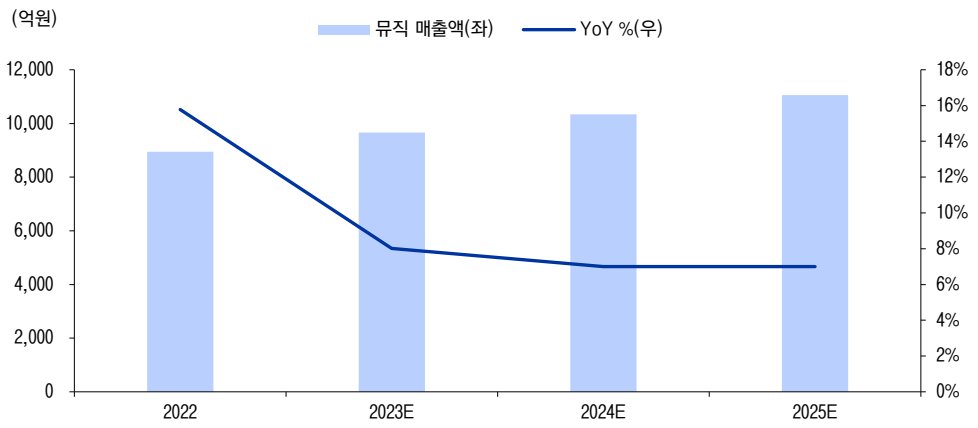


자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 뮤직: 안정적인 캐쉬카우

2022년 뮤직 부문 매출액은 전년대비 15.8% 증가한 8,944억원을 기록했고, 영업이익은 1,500억원 수준으로 추정된다. 캐쉬카우 사업인 멜론과 더불어 지난 해에는 아이브가 소속되어 있는 스타쉽엔터테인먼트 실적 호조가 기여했다. 스타쉽엔터테인먼트의 2022년 전년대비 64.2% 증가한 1,407억원, 영업이익은 446% 증가한 246억원, 순이익은 흑전한 197억원을 기록해 큰 개선을 이뤘기 때문이다. 2023년 뮤직 부문 매출액은 전년대비 8% 증가한 9,661억원을 전망한다.

그림209 **카카오 뮤직 부문 실적 추이 및 전망**



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

3) 미디어: 콘텐츠 보물 창고

미디어 부문 2022년 매출액은 전년대비 23.7% 증가한 4,120억원을 기록했다. 2022년 15편 라인업을 발표했고 올해는 기획 제작한 작품 중 10여편이 방영 또는 상영이 확정되었으며, 20여편의 제작 기획이 예정되어 있다. 그동안 적극적으로 투자해 온 제작사 인프라와 더불어 검증된 웹툰 IP를 풍부하게 가지고 있어 영상화 사업으로 확장하기에 유리한 위치에 있다는 판단이다. 지난 해 수리남(영화사 월광), 종이의 집(BH엔터테인먼트) 등을 통해 제작 역량은 검증했다는 판단이며, 올해는 최악의 악(디즈니+ 영화), 도적: 칼의 소리(넷플릭스 시리즈), 경성크리쳐(넷플릭스 시리즈) 등이 기대작으로 꼽히고 있다.

표17 카카오 미디어 및 엔터 관련 자회사 현황

회사명	업종	2021		2022	
(백만원)		매출액	당기순손익	매출액	당기순손익
스타쉽엔터테인먼트	연예기획사	76,212	-1,168	140,754	19,716
비에이치엔터테인먼트	연예기획사	47,570	3,497	54,494	2,166
이담엔터테인먼트	연예기획사	0	0	34,538	3,062
아이에스티엔터테인먼트	연예기획사	18,056	1,372	33,801	599
숲엔터테인먼트	연예기획사	20,695	315	32,813	1,868
레디엔터테인먼트	연예기획사(모델)	23,652	2,351	25,756	3,048
안테나	연예기획사	7,382	-463	20,777	-242
어썸이엔티	연예기획사	13,803	815	20,592	1,322
브이에이에스티	연예기획사	14,482	3,333	13,313	2,847
제이와이드컴퍼니	연예기획사	16,131	1,359	12,706	429
돌고래유괴단	광고/마케팅	0	0	13,501	2,493
스튜디오좋	광고/마케팅	0	0	10,737	2,454
글링크미디어	광고/마케팅	0	0	5,202	1,480
글앤그림미디어	드라마 제작사	744	-514	66,796	1,367
로고스필름	드라마 제작사	25,835	1,804	10,286	164
바람픽쳐스	방송 프로그램 제작업	15,169	-4,461	44,113	1,222
쓰리와이코프레이션	방송 프로그램 제작업	2,171	-60	6,021	-1,517
사나이픽처스	영화 제작사	20,972	-225	27,574	723
영화사집	영화 제작사	0	0	5,185	-422
영화사 월광	영화 제작사	32,647	1,537	5,066	-279
케이더블유북스	컨텐츠 제작 및 공급	33,927	2,863	39,985	3,202
다온크리에이티브	컨텐츠 제작 및 공급	24,003	3,998	25,918	3,510
삼양씨앤씨	컨텐츠 제작 및 공급	16,840	4,157	14,468	1,585
크로스픽쳐스	컨텐츠 제작 및 공급	2,329	-1,166	13,102	-3,295
필연매니지먼트	컨텐츠 제작 및 공급	8,485	723	10,639	225
인타임	컨텐츠 제작 및 공급	7,679	95	7,516	-202
알에스미디어	컨텐츠 제작 및 공급	3,692	-703	4,833	-543
파괴연구소	컨텐츠 제작 및 공급	3,271	-881	4,360	-395
레전더리스	컨텐츠 제작 및 공급	2,562	10	2,081	-3,547
넥스트레벨스튜디오	컨텐츠 제작 및 공급	0	0	1,055	-2,199
사운디스트엔터테인먼트	컨텐츠 제작 및 공급	2,093	-117	676	-979
메가몬스터	콘텐츠 제작 회사	1,349	-889	19,843	853
오오티비	콘텐츠 제작 회사	0	0	2,822	150
크래들스튜디오	매니저업	0	-248	0	-735
Tapas Entertainment, Inc.	미국 글로벌 플랫폼	16,975	-11,328	49,110	-228,204
KAKAO Entertainment (Thailand)	디지털 콘텐츠 제작 및 공급업	0	-1,090	6,930	637
아이앤아이소프트	동영상 스트리밍 등 IT Biz	2,537	150	5,238	1,726
키위바인	번역 및 통역서비스업	293	-9	4,701	1,184
글라인	창작 및 예술 서비스업	0	0	1,797	28
PT Neo Bazar Indonesia	인도네시아 글로벌 플랫폼	0	0	1,156	34
KAKAO ENTERTAINMENT (ASIA)	태국 디지털 콘텐츠 제작 및 공급업	19	-791	95	-750
STUDIO ORANGE CO.,LTD.	애니메이션 스튜디오	0	-3	0	-3
Kakao Entertainment America Corp.	공연기획	0	0	0	0
STUDIO PHEONIX CO.,LTD.	VR 콘텐츠 개발	0	-3	0	-3
크로스코믹스	인도 글로벌 플랫폼	0	0	-6	-722

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 카카오 IP 관련 투자 내역

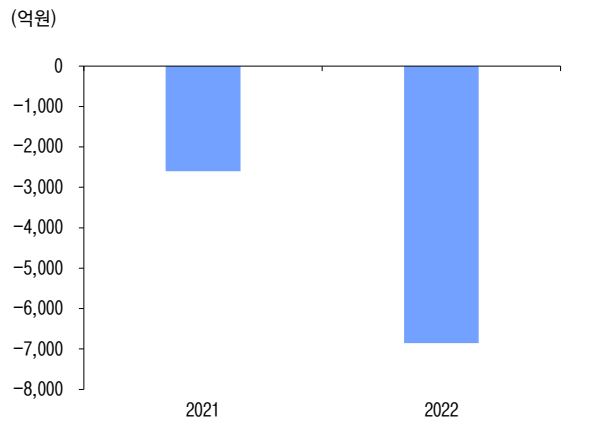
투자시기	기업	개요	투자 금액	지분
17년 08월	디앤씨미디어	웹소설 및 웹툰 콘텐츠 제작	150억원	18.5%
18년 09월	대원씨아이	국내 최대 만화 전문 회사	150억원	19.8%
18년 09월	학산문화사	만화도서 및 단행본 출판사	147억원	19.8%
18년 09월	서울미디어코믹스	웹소설 및 웹툰 콘텐츠 서비스	100억원	22.2%
18년 11월	다온크리에이티브	중국 웹툰 유통 업체	99억원	66.2%
18년 12월	네오바자르	인도네시아 콘텐츠 기업	138억원	68.0%
20년 07월	래디쉬미디어	웹소설 플랫폼	322억원	12.5%
20년 08월	크로스픽쳐스	드라마 및 영화 제작사	59억원	49.0%
20년 08월	디앤씨미디어	웹소설 및 웹툰 콘텐츠 제작	212억원	23.1%
20년 09월	타파스미디어	웹툰 플랫폼	200억원	10.9%
20년 10월	투유드림	웹툰 기획 및 제작사	200억원	25.0%
21년 01월	삼양씨앤씨	웹소설 및 웹툰 콘텐츠 제작	-	100.0%
21년 07월	타파스미디어	웹툰 플랫폼	3,741억원	100.0%
21년 07월	래디쉬미디어	웹소설 플랫폼	4,068억원	99.1%

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

4) 북미 사업: 수익성 개선 집중

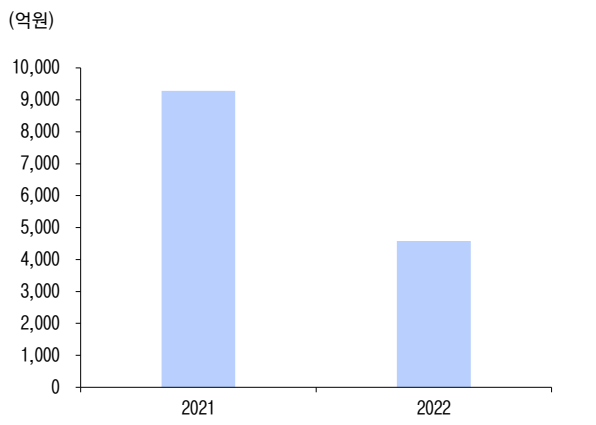
북미 사업은 2022년 타파스와 래디쉬가 합병한 타파스엔터테인먼트 법인이 진행하고 있다. 카카오는 2012년 북미 최초 설립된 웹툰 플랫폼 타파스(Tapas Media Inc.)와 2016년 전략적 콘텐츠 제휴 관계를 맺고 협력을 이어 왔었는데, 2021년 추가 지분을 확보해 100% 자회사로 인수했다. 이와 더불어 북미 모바일 웹소설 플랫폼 래디쉬(Radish)를 5,000억원에 인수하고 지난 해 두 회사의 합병 작업을 마쳤다. 지난 해 상반기까지 북미 사업의 적자가 컸지만, 효율적 마케팅을 통해 수익성을 개선하는데에 집중할 전망이다. 중장기적으로 글로벌 IP 확대를 통해 해외 사업 확장에 도움이 될 것으로 전망한다.

그림210 카카오엔터테인먼트 무형자산 손상차손



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림211 타파스 엔터테인먼트 영업권 평가액



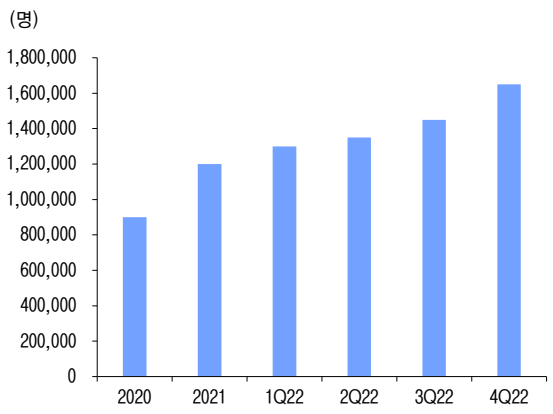
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

5) SM 경영권 인수: 비욘드 코리아 일조 전망

카카오는 플랫폼으로 성공했던 국내 사업을 넘어서 일본 시장에서 웹툰으로 성공을 거뒀고, 이후 글로벌 IP를 통해 확장하겠다는 '비욘드 코리아'를 미래 10년 핵심 키워드로 삼고 전략을 재편하고 있다. 카카오 및 카카오엔터테인먼트는 지난 3월 28일 SM엔터테인먼트 주식의 39.8%를 확보했고, IT와 IP의 결합을 통한 새로운 시너지를 만들어 내겠다는 계획을 밝혔다.

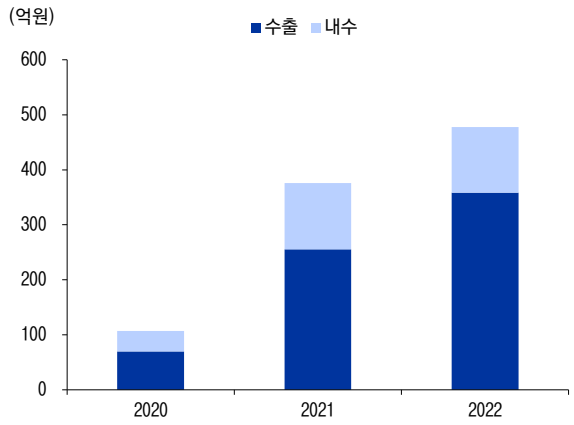
금번 인수로 SM엔터테인먼트 아티스트의 음원·음반 유통 사업을 통해 뮤직 사업에 성장 동력을 더하게 됐고, 해외 팬을 확보한 아티스트들을 활용해 다양한 콘텐츠로의 확장 또한 가능해졌다는 판단이다. 실제로 SM엔터테인먼트의 팬 플랫폼인 버블의 구독자 중 80%가 해외 이용자고, 매출의 70% 이상이 해외에서 발생하고 있다. 이처럼 글로벌 사업 확장성을 확보했다는 점이 긍정적이며, 올해 연결 실적 반영에 대한 가능성도 있는 것으로 추정한다.

그림212 디어유 버블 구독수 현황(2020 년 2 월 출시)



자료: 디어유, 이베스트투자증권 리서치센터

그림213 디어유 해외 매출액 비중 추이



자료: 디어유, 이베스트투자증권 리서치센터

5. Valuation

투자의견 Buy, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

카카오에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 75,000원으로 커버리지를 개시한다. 현 주가 대비 상승여력은 33.9%다. 목표주가의 산정은 본업가치 및 종속기업 가치, 투자자산 가치의 Sum-of-the-parts로 시행했다. 광고 사업은 올해 톡비즈 개편 및 업황 개선으로 하반기 회복이 예상되고, 선물하기를 기반으로 한 커머스 사업은 압도적 점유율로 안정적인 수익이 기대된다. 이를 바탕으로 한 본업 적정 가치는 12조 5,643억원이다. 이 외 종속기업과 투자자산 가치는 할인율을 적용해 산정했다. 2023년 연간 매출액은 전년대비 14.0% 증가한 8조 998억원, 영업이익은 전년대비 12.6% 증가한 6,537억원을 전망한다.

표19 카카오 Sum-of-the-parts Valuation

(억원, 배) 본업 가치	적정 가치	2023E NOPLAT	Target Multiple		
톡비즈 광고 사업	74,432	4,135	18		영업이익률 50% 가정
톡비즈 커머스 사업	37,901	1,895	20		영업이익률 25% 가정
포털 사업	13,310	887	15		영업이익률 30% 가정
합계	125,643				
(억원) 종속기업 가치	적정 가치	평가가치	지분율	할인율	
카카오모빌리티	10,634	26,507	57.3%	30%	2023년 예상 매출액 PSR 3배 적용, 할인율 적용
카카오페이	22,502	80,000	46.9%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
카카오게임즈	9,100	37,000	41.0%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
카카오뱅크	19,888	122,000	27.2%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
카카오엔터테인먼트	64,759	110,000	73.6%	20%	펀딩 시점 평가 기업가치 대비 할인
카카오재팬	51,322	88,000	72.9%	20%	펀딩 시점 평가 기업가치 대비 할인
카카오엔터프라이즈	17,020	25,000	85.1%	20%	펀딩 시점 평가 기업가치 대비 할인
에스엠엔터테인먼트	6,220	26,000	39.9%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
합계	201,445				
(억원) 투자자산 가치	적정 가치	평가가치	지분율	할인율	
두나무	1,913	36,000	10.6%	50%	비상장 거래 시가총액 대비 할인
기업가치 합계	329,001				
주식수(천주)	436,699				자사주 제외
목표주가(원)	75,000				
현재주가(원)	56,000				
상승여력	33.9%				

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 카카오 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023E	2024E
추정 실적											
매출액	16,517	18,223	18,587	17,744	18,240	19,646	21,161	21,951	71,068	80,998	90,209
플랫폼	8,860	9,307	9,869	9,668	9,455	10,114	10,722	11,290	37,704	41,581	47,243
톡비즈	4,610	4,532	4,674	5,201	4,877	5,097	5,313	5,848	19,017	21,134	22,985
광고형	2,498	2,710	2,599	2,736	2,448	2,821	2,830	2,927	10,543	11,027	12,101
거래형	2,111	1,822	2,075	2,465	2,428	2,275	2,482	2,921	8,474	10,107	10,884
포털비즈	1,140	1,024	1,098	979	969	1,014	1,021	940	4,241	3,944	3,922
플랫폼 기타	3,110	3,751	4,098	3,488	3,609	4,004	4,388	4,503	14,446	16,503	20,336
콘텐츠	7,657	8,917	8,718	8,076	8,785	9,532	10,439	10,660	33,368	39,417	42,966
뮤직	2,044	2,093	2,502	2,305	2,314	2,295	2,645	2,407	8,944	9,661	10,337
스토리	2,405	2,276	2,313	2,216	2,722	2,663	2,559	2,506	9,209	10,449	11,552
게임	2,458	3,368	2,961	2,308	2,700	3,300	4,100	4,257	11,095	14,357	15,137
미디어	750	1,180	941	1,248	1,050	1,274	1,135	1,491	4,120	4,950	5,940
영업비용	14,930	16,513	17,084	16,740	17,167	18,194	19,173	19,928	65,267	74,461	81,744
인건비	4,200	4,262	4,333	4,076	4,494	4,432	4,714	4,688	16,871	18,328	19,337
매출연동비	5,844	6,548	7,114	7,051	6,863	7,321	8,099	8,723	26,557	31,006	34,524
외주/인프라비	2,046	2,358	2,384	2,460	2,660	2,759	2,870	3,087	9,248	11,377	13,064
마케팅비	1,146	1,503	1,120	1,084	1,234	1,667	1,366	1,307	4,853	5,574	5,955
상각비	1,308	1,356	1,530	1,623	1,605	1,654	1,698	1,737	5,817	6,694	7,163
영업이익	1,587	1,710	1,503	1,003	1,073	1,453	1,988	2,023	5,803	6,537	8,465
영업이익률	9.6%	9.4%	8.1%	5.7%	5.9%	7.4%	9.4%	9.2%	8.2%	8.1%	9.4%
YoY %											
매출액	31.3%	34.8%	6.8%	-0.6%	10.4%	7.8%	13.8%	23.7%	15.8%	14.0%	11.4%
플랫폼	27.4%	22.2%	26.7%	-3.8%	6.7%	8.7%	8.6%	16.8%	16.3%	10.3%	13.6%
톡비즈	23.4%	16.1%	15.4%	9.5%	5.8%	12.5%	13.7%	12.4%	15.7%	11.1%	8.8%
광고형	31.9%	28.1%	18.0%	3.4%	-2.0%	4.1%	8.9%	7.2%	19.0%	4.6%	9.7%
거래형	14.6%	1.9%	12.4%	17.1%	15.0%	24.9%	19.6%	18.5%	11.8%	19.3%	7.7%
포털비즈	-2.9%	-18.2%	-7.9%	-25.1%	-15.0%	-1.0%	-7.0%	-4.1%	-13.9%	-7.0%	-0.6%
플랫폼 기타	52.1%	52.4%	60.9%	-12.6%	16.0%	6.7%	7.1%	29.1%	30.8%	14.2%	23.2%
콘텐츠	36.1%	51.0%	-9.4%	3.4%	14.7%	6.9%	19.7%	32.2%	15.2%	18.1%	9.2%
뮤직	10.7%	11.3%	26.9%	13.7%	13.2%	9.7%	5.7%	4.4%	15.8%	8.2%	7.1%
스토리	37.7%	22.1%	5.7%	4.6%	13.2%	17.0%	10.6%	13.1%	16.3%	13.5%	10.6%
게임	88.7%	162.0%	-36.1%	-16.6%	9.8%	-2.0%	38.5%	84.5%	11.1%	29.4%	5.4%
미디어	2.9%	35.0%	13.3%	39.5%	40.0%	7.9%	20.6%	19.5%	23.7%	20.2%	20.3%
영업비용	35.7%	38.8%	8.6%	-0.3%	15.0%	10.2%	12.2%	19.1%	17.8%	14.1%	9.8%
인건비	43.4%	41.6%	41.1%	-21.0%	7.0%	4.0%	8.8%	15.1%	19.1%	8.6%	5.5%
매출연동비	18.5%	23.5%	-11.7%	8.8%	17.4%	11.8%	13.8%	23.7%	7.2%	16.8%	11.3%
외주/인프라비	41.6%	43.0%	20.5%	5.2%	30.0%	17.0%	20.4%	25.5%	24.8%	23.0%	14.8%
마케팅비	70.5%	64.9%	-24.4%	-15.8%	7.7%	10.9%	22.0%	20.5%	11.5%	14.9%	6.8%
상각비	65.2%	72.1%	71.8%	35.5%	22.7%	22.0%	11.0%	7.2%	58.6%	15.1%	7.3%
영업이익	0.7%	5.2%	-10.6%	-5.9%	-32.4%	-15.1%	32.2%	101.7%	-2.5%	12.6%	29.5%

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오 (035720)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,102	7,756	7,592	7,800	8,069
현금 및 현금성자산	5,232	4,780	3,905	3,926	3,999
매출채권 및 기타채권	663	772	1,458	1,624	1,797
재고자산	92	160	186	207	230
기타유동자산	2,116	2,043	2,043	2,043	2,043
비유동자산	13,712	14,451	15,394	16,284	17,277
관계기업투자등	4,737	4,604	4,690	4,881	5,079
유형자산	555	885	1,060	1,166	1,330
무형자산	6,348	6,022	6,865	7,346	7,860
자산총계	**22,780**	**22,963**	**22,987**	**24,085**	**25,346**
유동부채	5,246	4,706	5,175	5,610	6,063
매입채무 및 기타재무	1,556	1,642	1,871	2,084	2,306
단기금융부채	1,983	1,351	1,351	1,351	1,351
기타유동부채	1,707	1,713	1,952	2,174	2,405
비유동부채	2,885	3,844	3,742	3,650	3,568
장기금융부채	1,871	2,825	2,825	2,825	2,825
기타비유동부채	1,014	1,019	917	826	743
부채총계	**9,190**	**9,432**	**8,917**	**9,260**	**9,630**
지배주주지분	9,984	9,997	10,535	11,290	12,181
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	7,781	8,116	8,116	8,116	8,116
이익잉여금	1,710	3,046	3,637	4,444	5,388
비지배주주지분(연결)	3,606	3,535	3,535	3,535	3,535
자본총계	**13,590**	**13,532**	**14,070**	**14,825**	**15,716**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**6,137**	**7,107**	**8,100**	**9,021**	**9,981**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**6,137**	**7,107**	**8,100**	**9,021**	**9,981**
판매비 및 관리비	5,542	6,527	7,446	8,174	9,014
영업이익	**595**	**580**	**654**	**847**	**967**
(EBITDA)	968	1,162	1,350	1,542	1,665
금융손익	36	43	83	90	98
이자비용	39	110	105	105	105
관계기업등 투자손익	2,172	1,603	636	636	636
기타영업외손익	-510	-922	157	159	161
세전계속사업이익	**2,294**	**1,304**	**894**	**1,096**	**1,226**
계속사업법인세비용	648	242	695	606	559
계속사업이익	1,646	1,063	199	490	667
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,646**	**1,063**	**835**	**1,126**	**1,303**
지배주주	1,392	1,353	564	781	917
총포괄이익	**1,931**	**-560**	**835**	**1,126**	**1,303**
매출총이익률 (%)	100	100	100	100	100
영업이익률 (%)	9.7	8.2	8.1	9.4	9.7
EBITDA 마진률 (%)	15.8	16.3	16.7	17.1	16.7
당기순이익률 (%)	26.8	15.0	10.3	12.5	13.1
ROA (%)	8.0	5.9	3.6	4.7	5.1
ROE (%)	17.1	13.5	8.1	10.3	11.1
ROIC (%)	10.2	7.4	6.3	6.7	7.8

현금흐름표

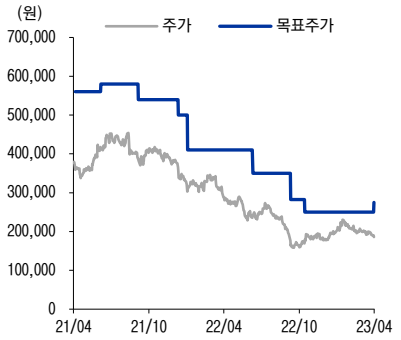
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**1,307**	**678**	**746**	**1,319**	**1,477**
당기순이익(손실)	1,646	1,063	835	1,126	1,303
비현금수익비용가감	-597	91	496	259	229
유형자산감가상각비	238	378	525	526	529
무형자산상각비	135	204	171	170	169
기타현금수익비용	-970	-490	-200	-437	-468
영업활동 자산부채변동	-209	-460	-585	-66	-56
매출채권 감소(증가)	-20	-69	-686	-166	-173
재고자산 감소(증가)	-11	-73	-26	-21	-22
매입채무 증가(감소)	458	64	229	213	222
기타자산, 부채변동	-636	-382	-102	-92	-83
투자활동 현금	**-3,341**	**-1,574**	**-1,357**	**-1,046**	**-1,110**
유형자산처분(취득)	-213	-439	-700	-700	-700
무형자산 감소(증가)	-76	-91	-167	-167	-167
투자자산 감소(증가)	-1,660	-54	-237	-247	-257
기타투자활동	-1,391	-991	-253	68	14
재무활동 현금	**4,441**	**412**	**-320**	**-252**	**-294**
차입금의 증가(감소)	1,134	265	0	0	0
자본의 증가(감소)	52	50	-26	-26	-26
배당금의 지급	13	23	26	26	26
기타재무활동	3,255	97	-294	-226	-268
현금의 증가	**2,431**	**-490**	**-931**	**21**	**73**
기초현금	2,894	5,326	4,836	3,905	3,926
기말현금	5,326	4,836	3,905	3,926	3,999

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	35.1	17.1	43.3	31.3	26.7
P/B	5.0	2.4	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	48.7	18.8	17.7	15.5	14.3
P/CF	47.8	20.5	18.7	18.0	16.3
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	47.6	15.8	14.0	11.4	10.6
영업이익	30.5	-2.5	12.6	29.5	14.2
세전이익	453.7	-43.1	-31.5	22.6	11.9
당기순이익	849.6	-35.5	-21.4	34.8	15.8
EPS	807.5	-3.5	-58.3	38.4	17.4
안정성 (%)					
부채비율	67.6	69.7	63.4	62.5	61.3
유동비율	154.4	164.8	146.7	148.9	165.4
순차입금/자기자본(x)	-22.1	-13.6	-18.0	-21.2	-24.5
영업이익/금융비용(x)	15.1	5.3	6.2	8.1	9.2
총차입금 (십억원)	3,854	4,176	4,176	4,176	4,176
순차입금 (십억원)	-3,006	-1,846	-1,021	-1,094	-1,222
주당지표 (원)					
EPS	3,209	3,098	1,292	1,788	2,100
BPS	22,391	22,444	23,653	25,347	27,348
CFPS	2,353	2,590	2,988	3,109	3,441
DPS	53	60	60	60	60

NAVER 목표주가 추이

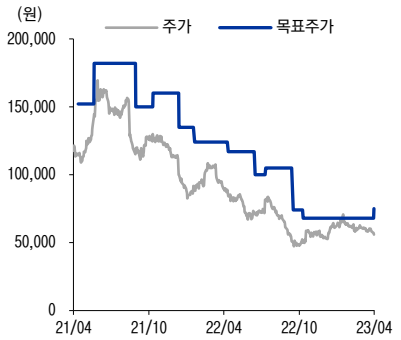


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.04.30	Buy	560,000	-24.4		-33.6
2021.07.01	Buy	580,000	-21.7		-26.2
2021.09.30	Buy	540,000	-22.7		-26.9
2022.01.05	Buy	500,000	-29.0		-33.1
2022.01.28	Buy	410,000	-15.7		-27.6
2022.07.05	Buy	350,000	-21.9		-31.9
2022.10.05	Buy	282,000	-38.3		-41.2
2022.11.08	Buy	250,000	-7.8		-21.3
2023.04.26	변경	오린아			
2023.04.26	Buy	275,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

카카오 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.05.07	Buy	152,000	11.5		-12.3
2021.07.05	Buy	182,000	-10.4		-19.2
2021.09.24	Buy	150,000	-13.3		-18.7
2021.11.05	Buy	160,000	-19.4		-24.9
2022.01.07	Buy	135,000	-25.9		-32.9
2022.02.14	Buy	124,000	-12.5		-21.7
2022.05.06	Buy	117,000	-26.8		-33.8
2022.07.11	Buy	100,000	-18.3		-26.9
2022.08.05	Buy	105,000	-20.3		-33.9
2022.10.11	Buy	74,000	-29.3		-33.3
2022.11.04	Buy	68,000	4.3		-12.7
2023.04.26	변경	오린아			
2023.04.26	Buy	75,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	8.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)