Megatrend Series #12

HYUNDAI MOTOR GROUP

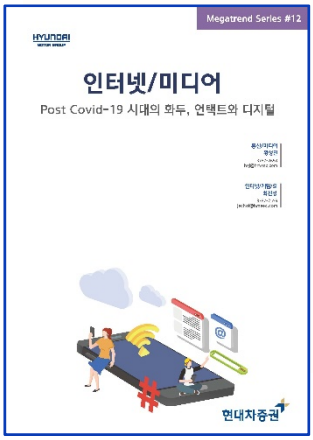
인터넷/미디어

Post Covid-19 시대의 화두, 언택트와 디지털

통신/미디어
황성진
3787-2658
hsj@hmsec.com

인터넷/게임/SI
최진성
3787-2559
jschoi@hmsec.com

현대차증권



Contents

Ⅰ. Executive Summary & Valuation | 02

Covid-19 에 따른 산업내 변화의 움직임에 주목 | 02

탄탄한 본업에 모멘텀이 더해지는 업체에 주목 | 04

Ⅱ. 광고 중심 매체의 변화 : 전통매체에서 디지털로 | 07

Covid-19 영향에 따른 광고수요 침체, 역설적으로 디지털 전환을 가속화 | 07

중심 매체의 변화 : 전통 미디어에서 뉴미디어로 | 08

Ⅲ. Covid-19 가 촉발한 언택트 산업의 확산 | 12

Covid-19 로 이커머스 성장 가속화 | 12

이커머스 성장이 불러오는 간편결제 성장 | 18

결제 금융으로의 진화, NAVER | 19

금융 인프라 구성 완료. 투자 플랫폼으로 진화하는 카카오 | 20

Ⅳ. Digitalization 과 데이터 중요성 확대 | 22

데이터 3 법, 8 월부터 시행. 데이터 산업 육성 틀 마련 | 22

디지털 전환 가속화와 데이터 중요성 증가 | 26

한국판 뉴딜 76 조원에서 160 조원으로 예산 확대 | 27

디지털 뉴딜 그 핵심은 데이터. 클라우드 활용 점차 증가할 것 | 29

Ⅴ. 영상 컨텐츠 전성시대 | 32

미디어 소비패턴의 다변화 | 32

세계적인 OTT 플랫폼의 득세 | 34

국산 OTT 플랫폼, 합종연횡을 통한 몸집 키우기 | 37

넷플릭스의 한국 시장 진입과 투자, 드라마 제작사에겐 기회 | 41

드라마 제작비의 상승과 리쿱, 그리고 텐트폴 드라마들의 성공사례 | 44

Ⅵ. 중국, 추가 성장 모멘텀이 될 것인가? | 48

2016 년부터 이어진 중국향 한국 컨텐츠 수출 제한 | 48

Ⅶ. 관련 기업분석 | 52

NAVER(035420) | 52

카카오(035720) | 60

엔씨소프트(036570) | 69

CJ ENM(035760) | 73

스튜디오드래곤(253450) | 76

제이콘텐트리(036420) | 80

Industry Report
2020. 07. 20

인터넷/미디어

OVERWEIGHT

Post Covid-19 시대의 화두, 언택트와 디지털

Analyst 황성진
02-3787-2658
hsj@hmsec.com

Analyst 최진성
02-3787-2559
jschoi@hmsec.com

인터넷 업종은 언택트 산업의 가장 수혜 업종

인터넷 산업에 대한 Overweight 의견을 제시한다. 투자포인트는 Covid-19에 따른 광고 시장 침체에도 불구하고 본업이 견조하게 성장하고 있으며, 커머스와 컨텐츠를 중심으로 신사업이 빠르게 성장하고 있고, 각자의 생태계 구성을 통한 시너지 창출이다. 인터넷 산업은 Covid-19가 촉발한 '언택트'와 '디지털화'에 가장 수혜를 보는 업종으로, Covid-19로 발생한 소비패턴/결제패턴의 변화와 같은 구조적인 변화들이 Covid-19 종식 이후에도 지속될 것으로 예상한다. NAVER와 카카오 모두 신사업의 트래픽이 빠르게 올라오고 있고, 이를 통한 시너지가 지속 확인되는 점을 보면 두 기업 가치의 동반 상승이 가능할 것으로 판단한다.

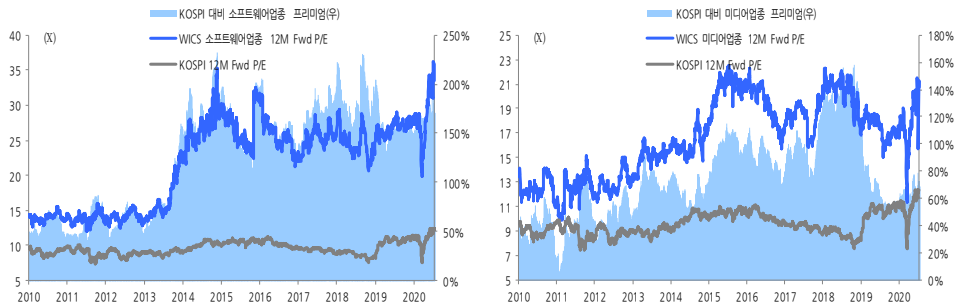
언택트 문화와 OTT 수요 증가하며 컨텐츠 소비 증가 전망

미디어 산업도 Covid-19에 따른 수혜를 보는 업종으로, 그 배경에는 언택트 소비문화 증가와 빠르게 진행되는 디지털화에 따른 OTT 플랫폼 수요 상승으로 볼 수 있을 것이다. 이전부터 발생해온 새로운 영상 플랫폼으로의 이동이 Covid-19로 인해 더욱 촉진될 것으로 예상한다. OTT 사업자 간 경쟁이 증가할수록 컨텐츠 제작사에 대한 가치는 지속 상승할 수 있을 것으로 판단하며, 이러한 컨텐츠 제작사에 대한 가치 증대는 최근 아시아 국가별 넷플릭스 드라마 순위 상위권에 대거 포진해 있는 한국 드라마에 대한 수요 증가로 이어질 것이다.

Top-pick은 NAVER, 카카오, 엔씨소프트, CJ ENM, 스튜디오드래곤

인터넷 산업에 대한 Top-pick으로 커머스, 컨텐츠, 테크핀 산업 내에서 인터넷 업체의 가치를 수반하는 트래픽을 가장 증폭시킬 수 있는 NAVER와 카카오로 제시하고, 게임 업종 내에서 독보적인 IP를 기반으로 신작을 통한 계단식 상승이 예상되는 엔씨소프트를 제시한다.
미디어 산업에 대한 Top-picks는 미디어 소비패턴이 다변화되는 국면에서 탁월한 컨텐츠 경쟁력과 제작 능력을 보유한 CJ ENM과 스튜디오드래곤을 제시한다.

국내 인터넷/미디어 업종 12M Fwd P/E 추이



자료: WiseFn, 현대차증권

현대차증권

Executive Summary & Valuation

Covid-19에 따른 산업내 변화의 움직임에 주목

Covid-19가 촉발한 언택트와 디지털

Covid-19는 우리 사회에 다양한 변화들을 가져다주고 있다. AI, 블록체인, 클라우드, 빅데이터와 같은 디지털 기술을 활용한 산업 전반의 경쟁력 향상과 더불어, 디지털에 기반한 새로운 제품과 서비스를 제공하는 산업의 중요성 또한 높아지고 있다. Covid-19가 4차 산업혁명을 통한 디지털 경제로의 패러다임 변화를 더욱 가속화시켜주는 트리거로 작용하고 있는 것이다. "언택트"와 "디지털"이라는 키워드로 대표되는 경제활동 전반의 기조 변화는 특히 인터넷과 미디어 산업에는 새로운 기회로 작용하고 있다. 최근 인터넷/미디어 섹터의 주가흐름 역시 이러한 기대감을 반영하고 있으며, 신성장 모멘텀을 발현시키기 위한 개별 기업들의 움직임 역시 활발하게 이루어지고 있다. 산업 전반에 걸친 긍정적 변화의 움직임에 주목할 시점이다.

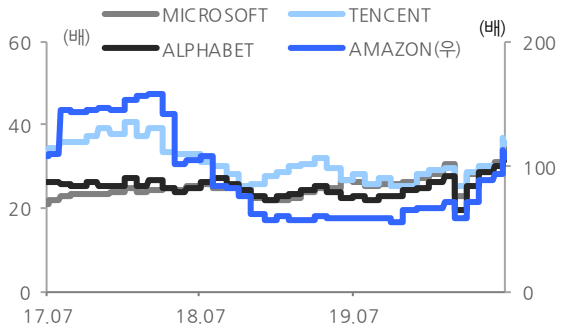
인터넷 업종은 대표적인 언택트 수혜 업종

인터넷 산업은 대표적인 언택트 수혜 업종으로 꼽힌다. Covid-19는 커머스, 테크핀, 컨텐츠의 성장을 촉진시키는 트리거가 되었다. 이커머스 시장은 식품/생활용품과 같은 필수 소비재를 중심으로 성장하고 있다. 그에 따라, 이전에는 기술 진입 장벽이 높아 주 구매/판매층이 아니었던 50대 이상의 소비자/판매자들이 새로이 등장하고 있다. 조사에 따르면 고령층의 이커머스 시장 침투는 그들의 결제 수단도 같이 바꾸고 있는 것으로 보인다. 이러한 변화들은 더 이상 선택이 아닌 필수가 되어 가고 있다. 컨텐츠 역시 Covid-19 이후로 고성장세를 이어가고 있는데, 이는 집단 행동의 감소로 개인적인 시간이 증가함에 따른 것으로 판단된다. 이러한 소비 패턴의 변화와 구조적인 변화는 Covid-19가 종식된 후에도 하나의 편리한 형태로 자리 잡아 지속적으로 유지될 것으로 보인다.

OTT 수요 증가에 따라 컨텐츠 가치 상승할 것

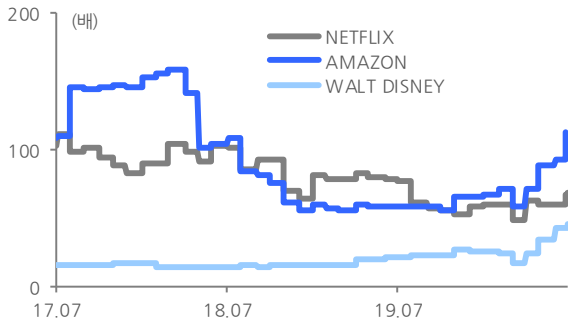
미디어 수요의 근간을 이루는 트래픽은 기존의 전통매체에서 온라인 매체로 급속히 이동하고 있으며, 이 과정에서 광고의 수요 역시 빠르게 이동하고 있다. 컨텐츠의 유통 경로 역시 다변화되고 있다. 네트워크 고도화와 IT Device의 발전으로 영상 컨텐츠에 대한 접근성이 강화되면서, 기존의 전통 방송을 대체하는 유튜브, 넷플릭스 등 새로운 영상 플랫폼의 파워가 증대되기 시작하였고, 이 과정에서 드라마와 영화로 대표되는 대중 영상 컨텐츠에 대한 수요와 가치는 더욱 상승하고 있다. 소비자들의 미디어 소비 패턴은 과거 가구 중심에서 개인 중심으로 변화되고 있는데, 세계적인 OTT 플랫폼의 약진현상은 이러한 패턴 변화의 산물이다. 언택트 소비문화의 확산과 OTT 플랫폼의 득세 등에 따른 영상 컨텐츠에 대한 수요 증가는 한국 드라마와 영화들에 대한 수요 증가로 이어지며, 영상 컨텐츠 산업 활성화를 주도하는 요인으로 작용할 것이다.

<그림1> 글로벌 인터넷 기업 12MF P/E 추이



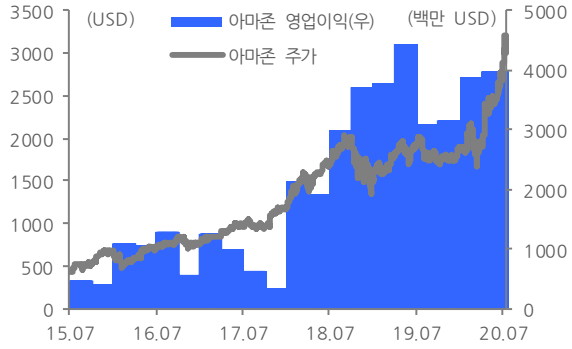
자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 글로벌 미디어 기업 12MF P/E 추이



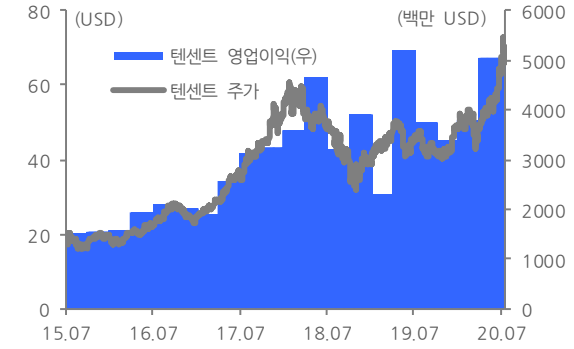
자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림3> AMAZON 영업이익과 주가 추이



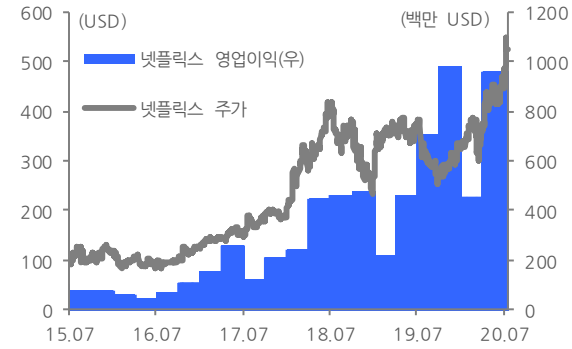
자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림4> TENCENT 영업이익과 주가 추이



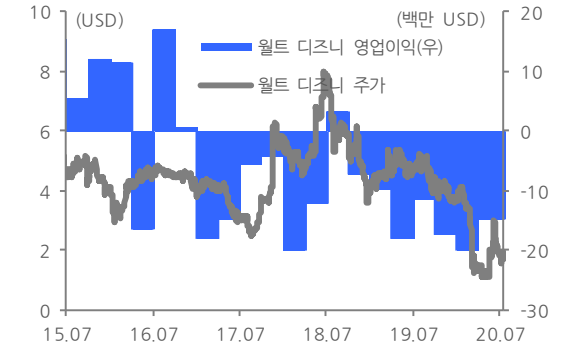
자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림5> NETFLIX 영업이익과 주가 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림6> WALT DISNEY 영업이익과 주가 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

탄탄한 본업에 모멘텀이 더해지는 업체에 주목

인터넷 업종 Top-picks
NAVER, 카카오, 엔씨소프트

인터넷 업종의 Top-picks는 NAVER(BUY/330,000원), 카카오(BUY/380,000원), 엔씨소프트(BUY/1,100,000원)을 제시한다. NAVER와 카카오는 견조한 본업의 성장과 더불어 신사업들의 시너지가 발생하고 있다. Covid-19가 트리거가 되어 그 성장세는 더욱 가파라지고 있다. 2년 간의 투자 기간이 지나고 올해부터 이익 성장이 본격화되고 있다. NAVER와 카카오 모두 커머스와 컨텐츠를 주축으로 생태계를 구축하고 있고, 하반기부터는 금융 서비스의 본격적인 성장이 일어날 수 있을 것으로 전망한다. 정부 정책의 방향성 또한 데이터 육성, 디지털화 그리고 핀테크 육성에 초점이 맞춰져 있기에, 정책적인 수혜도 기대가 되고 있는 상황이다.

엔씨소프트는 리니지M과 리니지2M을 연달아 흥행시키고 하반기에도 리니지2M의 글로벌 진출과 신작 블레이드앤소울2의 출시가 예정되어 있다. 내년에도 아이온2, 리니지 TL 등 신작이 준비 중에 있어, 과거 PC 게임이 출시될 때마다 계단식 성장을 했던 것처럼 모바일에서도 동일한 상황이 발생할 것으로 전망한다. 국내에서 가장 탄탄한 유저층을 확보하고 있는 게임사로, 최근 Old IP에 대한 흥행력이 더욱 상승 하고있는 시점에서 동사의 가치는 더욱 확대될 것으로 전망한다.

미디어 업종 Top-picks
스튜디오드래곤, CJ ENM

미디어 업종의 Top-picks는 CJ ENM(BUY/170,000원)과 스튜디오드래곤(BUY/115,000원)을 제시한다. CJ ENM은 Covid-19의 영향으로 커머스 부문이 지속 성장할 것으로 보이며, 하반기 미디어 실적 회복이 기대된다. 영화/음악 등의 사업 부문은 2분기를 기점으로 최악의 국면은 지난 것으로 보인다. 하반기부터 미디어 부문의 실적은 회복될 것으로 전망하고 이후 Covid-19가 종식되면 사업은 다시 본궤도에 오를 수 있을 것으로 전망한다. 동사도 스튜디오드래곤과 마찬가지로 한한령이 해제된다면 중국향 컨텐츠 판매 관련 수혜도 기대 가능할 것으로 보인다.

스튜디오드래곤은 넷플릭스와의 3년간 21편 이상의 드라마 공급 계약을 통해 글로벌 시장 진출이 가속화될 것으로 보이며, Captive 채널 편성의 가시성이 있고 국내 최고의 컨텐츠 제작능력이 있기 때문이다. 한한령 해제도 추가적인 모멘텀이 될 수 있을 것이다. 한한령 이전 작품들은 약 100억원 수준에서 판매가 된 바 있다.

<표1> 인터넷/미디어 업종 커버리지 기업 Valuation 비교

(단위 : 억원, 배, %)

	연도	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
NAVER	18	55,869	9,425	6,488	12,036	31.0	3.8	14.9	13.0
	19	65,934	7,101	5,831	12,081	52.7	5.3	23.9	10.6
	20F	74,059	9,671	7,061	9,671	66.7	6.6	45.8	10.9
	21F	82,622	12,167	8,581	12,167	54.8	5.9	35.7	11.4
카카오	18	24,170	729	479	2,080	168.0	1.7	36.3	1.0
	19	30,701	2,068	-3,010	4,256	N/A	2.5	28.6	NA
	20F	38,248	4,193	3,256	9,707	90.6	5.2	28.6	6.0
	21F	46,783	5,992	4,575	11,711	64.8	4.8	22.9	7.7
엔씨소프트	18	17,151	6,149	4,182	6,428	24.5	4.3	14.0	16.4
	19	17,012	4,790	3,582	5,315	33.1	4.8	19.6	14.7
	20F	28,521	10,973	8,161	11,540	22.1	5.8	13.6	29.1
	21F	31,659	12,468	9,253	12,943	19.5	4.6	11.5	26.3
CJ ENM	18	23,604	1,821	1,626	7,084	17.5	1.6	9.1	8.6
	19	37,897	2,694	1,042	10,283	33.6	1.2	4.0	3.7
	20F	36,539	2,266	1,450	10,040	18.6	0.9	3.3	4.8
	21F	40,041	2,878	1,665	10,443	16.2	0.8	3.0	5.3
스튜디오드래곤	18	3,796	399	358	1,152	72.3	6.5	21.1	9.3
	19	4,687	287	264	1,455	85.9	5.3	14.9	6.4
	20F	5,153	573	434	1,758	56.4	5.2	13.4	9.6
	21F	5,883	779	652	2,033	37.6	4.6	11.3	12.9
제이콘텐트리	18	5,113	347	184	770	30.8	1.9	9.7	7.4
	19	5,542	354	11	1,238	494.4	1.7	6.7	0.3
	20F	4,784	-118	-167	494	N/A	1.8	17.9	NA
	21F	6,274	519	273	1,194	19.9	1.6	7.2	8.5

자료 : 각사, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결기준

<표2> Global Peer Valuation

(단위 : 십억원, 원, 배)

	연도	Amazon	Microsoft	Tencent	Alphabet	Netflix	Walt Disney	Iqiyi
종가 (달러, 07/14 기준)		3,084	50	525	1,521	525	119	23
시가총액		1,846,855	66,305	777,020	1,245,839	277,094	257,284	20,473
매출액	19	327,001	25,635	63,651	188,674	23,496	80,010	4,891
	20F	416,659	29,801	81,421	165,785	29,816	90,147	5,443
	21F	491,008	34,256	99,583	200,161	35,310	104,264	6,386
영업이익	19	16,950	4,027	18,788	39,903	3,036	6,041	(1,562)
	20F	15,606	6,974	25,008	38,759	4,891	10,704	(1,352)
	21F	30,415	8,540	30,126	50,984	6,641	18,248	(718)
EBITDA	19	46,626	10,585	26,325	55,757	3,411	9,998	863
	20F	53,681	14,394	30,360	68,293	5,509	15,020	(138)
	21F	73,827	18,997	36,498	84,776	7,341	21,635	320
순이익	19	13,508	3,268	15,742	40,033	2,176	2,164	(1,742)
	20F	11,081	6,055	19,672	34,580	3,523	6,065	(1,638)
	21F	22,826	8,654	24,159	45,625	4,763	11,315	(912)
EPS	19	27,347	2,944	1,663	57,806	4,966	1,577	(2,386)
	20F	22,419	5,469	2,010	50,420	7,805	3,838	(2,188)
	21F	45,253	8,069	2,459	66,715	10,486	6,490	(1,285)
영업이익률	19	5.2%	15.7%	29.5%	21.1%	12.9%	7.6%	-31.9%
	20F	3.7%	23.4%	30.7%	23.4%	16.4%	11.9%	-24.8%
	21F	6.2%	24.9%	30.3%	25.5%	18.8%	17.5%	-11.2%
매출액 성장률	19	27.6%	-7.4%	22.4%	25.3%	35.2%	-0.7%	17.7%
	20F	27.4%	16.3%	27.9%	-12.1%	26.9%	12.7%	11.3%
	21F	17.8%	14.9%	22.3%	20.7%	18.4%	15.7%	17.3%
영업이익 성장률	19	24.0%	-56.2%	22.2%	31.7%	71.8%	-62.0%	13.0%
	20F	-7.9%	73.2%	33.1%	-2.9%	61.1%	77.2%	-13.4%
	21F	94.9%	22.5%	20.5%	31.5%	35.8%	70.5%	-46.9%
EPS 성장률	19	20.2%	-54.5%	19.9%	18.8%	62.3%	-78.7%	-15.7%
	20F	-18.0%	85.8%	20.9%	-12.8%	57.2%	143.4%	-8.3%
	21F	101.8%	47.5%	22.3%	32.3%	34.3%	69.1%	-41.3%
ROE	19	21.9	8.1	24.7	18.1	29.1	1.8	(74.8)
	20F	15.3	11.6	22.3	14.5	30.2	5.4	(121.6)
	21F	23.2	16.9	22.3	15.8	29.4	10.6	102.8
P/E	19	80.3	17.7	30.8	27.7	78.3	90.1	N/A
	20F	91.8	10.3	37.9	29.1	76.4	37.4	N/A
	21F	58.8	8.4	30.7	22.8	56.5	22.1	N/A
P/B	19	14.8	1.5	4.3	4.6	18.7	2.5	11.3
	20F	18.0	1.3	8.2	4.8	21.7	2.4	34.3
	21F	13.9	1.1	6.6	4.1	16.1	2.2	61.6
EV/EBITDA	19	23.6	6.0	21.2	17.1	52.4	32.3	22.4
	20F	34.5	4.4	26.1	16.3	52.4	21.5	N/A
	21F	25.1	3.3	21.7	13.1	39.3	14.9	68.4

자료 : Bloomberg, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결기준

광고 중심 매체의 변화 : 전통매체에서 디지털로

Covid-19 영향에 따른 광고수요 침체, 역설적으로 디지털 전환을 가속화

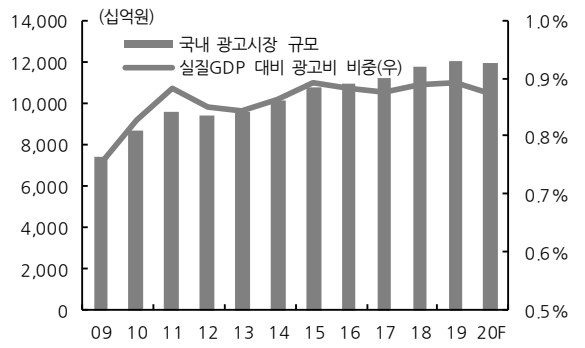
Covid-19 영향으로 광고수요 침체

Covid-19가 광고 업종에 미친 영향은 매우 부정적이다. 국내 광고시장은 완전 성숙기에 접어든 산업으로서 대표적인 경기 민감업종으로 분류된다. 광고시장의 규모는 주요 경기변수들의 흐름과 정비례 하는데, 이는 경기 상황에 따라 광고주들이 탄력적으로 광고 수급을 조정하기 때문이다. 올해는 Covid-19 영향으로 전반적인 마케팅 수요 자체가 둔화되면서, 특히 전통매체 위주의 광고를 집행하는 업체들에게는 매우 부정적인 영향을 미치게 되었다. 전 세계적 Pandemic에 의해 사회적 거리두기가 확산되면서, 이벤트, 프로모션, 전시회 등의 BTL 수요가 급감하였고, 전형적인 리테일 비즈니스들이 축소되었다.

디지털 전환 가속화

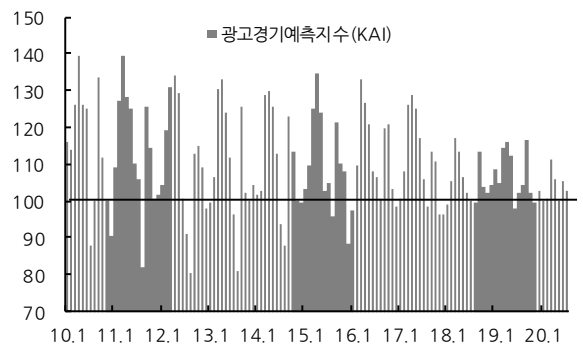
Covid-19 영향은 차치하고라도, 원래 최근 광고시장의 힘의 균형은 전통광고에서 디지털 영역으로 이동하는 추세를 보이고 있었다. 소비자들의 매체 이용행태가 변화되고, Ad-Tech 기법의 발전으로 특정 소비자에 대한 Target Marketing이 강화되는 추세를 보이면서, 전통광고 보다는 디지털 광고로 무게 중심이 이동하고 있는 것이다.

<그림7> 국내 광고시장 규모



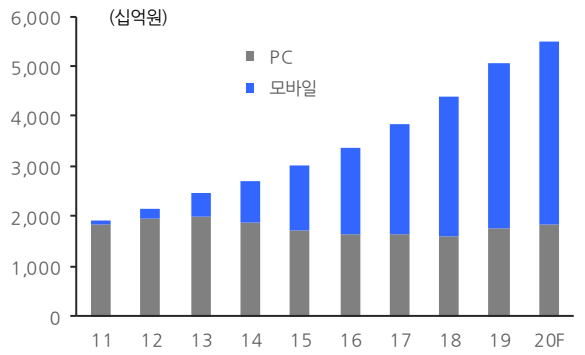
자료 : 제일기획, 한국은행, 현대차증권

<그림8> 광고경기 예측지수



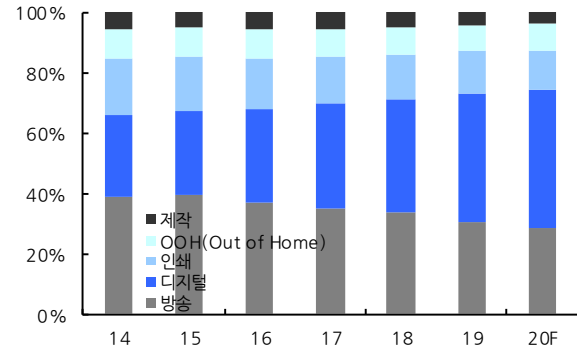
자료 : KOBACO, 현대차증권

<그림9> 디지털 광고의 성장



자료 : 제일기획, 현대차증권

<그림10> 광고시장 점유율 구성비



자료 : 각사, 현대차증권

중심 매체의 변화 : 전통 미디어에서 뉴미디어로

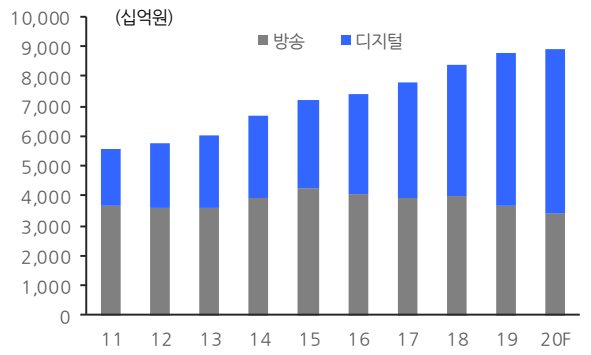
매체의 중심은 인터넷/모바일 등 뉴미디어

전통 광고가 디지털 광고로 전환되는 시대적 흐름은 주도적인 매체가 TV, 라디오 등의 전통 매체에서 인터넷/모바일로 대표되는 디지털 매체로 전환되고 있음을 의미한다. 트래픽이 집중된 매체에 광고를 싣고 싶어하는 광고주의 특성상, 뉴미디어에 대한 광고 수요가 증가한다는 것은 뉴미디어 컨텐츠에 대한 대중들의 소비가 늘어나고 있다는 것을 의미하는 것이다. 특히 구매력을 갖춘 세대들의 미디어 소비패턴이 급속도로 변화되면서, 광고주들의 마케팅 수요 역시 디지털로 빠르게 변화하고 있다. Covid-19는 언택트 Biz. 확대를 통해 이런 현상을 더욱 가속화시켜주는 트리거로 작용하고 있다.

전통매체 실적부진 뉴미디어 광고성장

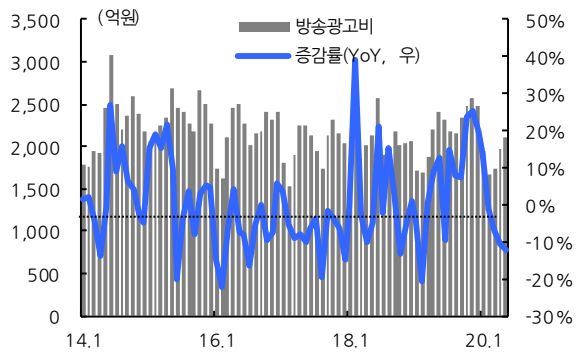
실제 Captive 고객의 기조적인 성장세를 바탕으로 국내외에서 성장을 거듭해오던 제일기획이나 이노션 같은 대형 광고 기획사들의 매출총이익은 올해 상반기 들어 성장세가 둔화되고 있고, 이익규모 역시 축소되고 있다. 상반기 지상파 TV와 CATV PP 들의 방송광고 매출 역시 줄어들고 있는 것으로 파악된다. 반면 인터넷과 모바일로 대표되는 이른바 뉴미디어 매체들의 광고 수요는 증가하는 추세를 보이고 있다. Covid-19 이전에도 이미 전통매체향 광고들의 뉴미디어향으로의 전환 기조가 나타나고 있었던 것이, Covid-19를 계기로 더욱 그 방향성이 가속화되는 것이다. 전통매체들의 실적은 전반적으로 부진한 반면, NAVER나 카카오 같은 인터넷/모바일 매체들의 광고매출은 여전히 성장세를 보이고 있으며, 유튜브나 아프리카TV 등 1인 미디어를 활용하는 디지털 매체향 광고 수요로의 이전 현상 또한 가속화되고 있다.

<그림11> 방송매체 vs. 디지털 광고



자료 : 제일기획, 현대차증권

<그림12> 월별 4대 매체 광고비 추이

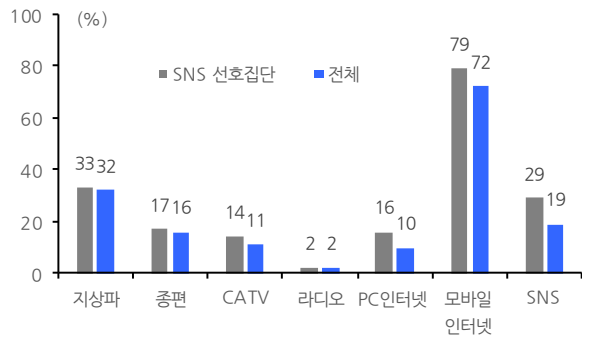


자료 : 한국광고협회, 현대차증권

디지털 광고성장세 향후에도 지속될 것

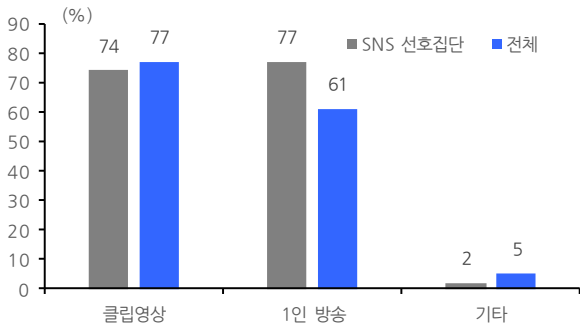
디지털 광고의 성장세는 향후에도 지속될 것으로 판단된다. 1) 소비자의 미디어 소비패턴이 개인화되면서 인터넷/모바일 매체들의 체류시간이 길어지고 있고, 2) 전통 매체를 통한 광고보다 효율적인 것으로 평가되는 개인화된 타게팅 광고가 가능할 뿐만 아니라, 3) 카카오의 톡비즈보드, 각종 SNS를 통한 인플루언서 광고 등 새로운 광고 형태와 인벤토리들이 꾸준히 증가하고 있기 때문이다.

<그림13> SNS 선호집단 매체 이용 행태



자료 : 한국광고주협회, 현대차증권
주 : 원자료에는 1인 크리에이터 옹호집단으로 표현

<그림14> 온라인 동영상 시청유형 서베이



자료 : 한국광고주협회, 현대차증권
주 : 원자료에는 1인 크리에이터 옹호집단으로 표현

NAVER, 디스플레이 광고 스마트채널 효과 3분기부터 반영될 것

NAVER 비즈니스 플랫폼 광고 매출은 여전히 꾸준한 성장세를 보일 것으로 전망되나, 디스플레이 광고는 Covid-19의 영향을 일부 받을 것으로 보인다. 대형 광고주 위주의 디스플레이 광고는 1Q20 YoY +1.3%의 저성장에 이어 2Q20에는 역성장이 불가피할 것으로 전망한다. 다만, 2분기 스마트채널 출시 효과가 3분기부터는 온기 반영되며 3분기부터는 다시 회복세에 들어설 수 있을 것으로 판단한다.

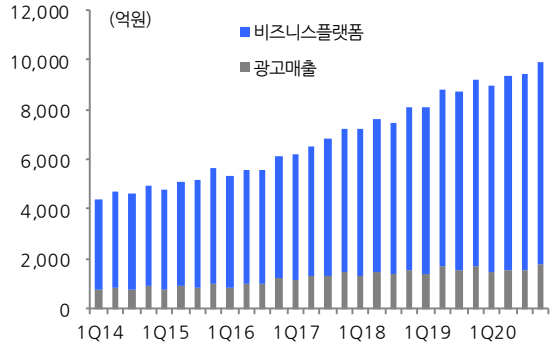
비즈니스 플랫폼 광고 성장세 유지될 것

1Q20 비즈니스 플랫폼 광고는 Covid-19에 따른 광고 시장 수축에도 불구하고, 네이버 쇼핑 고성장세와 더불어 전년동기대비 12% 성장했다. 네이버 쇼핑의 지속적인 성장에 힘입어 올해에도 비즈니스 플랫폼 광고 매출은 이전과 같이 10% 수준의 두자리수 성장은 이어갈 수 있을 것으로 전망한다.

NAVER 광고 성장세 지속될 것

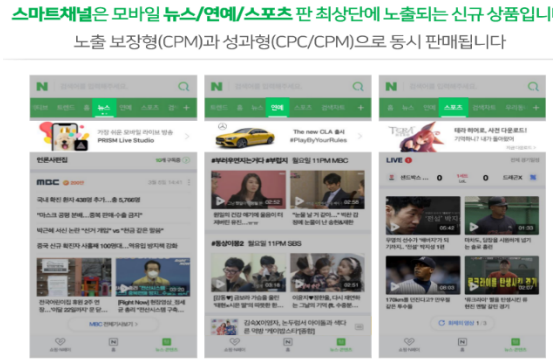
유튜브나 인스타그램 같은 대체 매체로의 트래픽 이탈이 일부 상존하나, 국내 제1의 검색 플랫폼으로서의 압도적인 트래픽은 여전히 유지되고 있다. 광고유치의 핵심요소인 트래픽이 유지되는 한 매체로서 NAVER의 가치는 향후에도 견고하게 유지될 것이다. 특히 모바일 앱의 정교화와 더불어 AI를 활용한 쇼핑 검색 고도화를 통한 지속 성장이 가능할 것으로 전망된다.

<그림15> NAVER 광고 매출 추이



자료 : NAVER, 현대차증권

<그림16> NAVER 스마트채널 출시



자료 : NAVER, 현대차증권

카카오, 톡비즈보드 광고 회복세

카카오는 톡비즈보드 오픈과 더불어 새로운 광고성장기를 맞고 있다. 2Q19부터 상품이 출시돼 톡비즈보드 광고의 일매출은 4Q19 약 5억원 수준까지 상승한 것으로 추정된다. 1Q20에는 Covid-19의 영향으로 1~2월까지는 다소 침체되었으나 3월부터 다시 회복세로 들어서 2Q20에는 다시 작년 4분기 수준까지 회복한 것으로 파악된다.

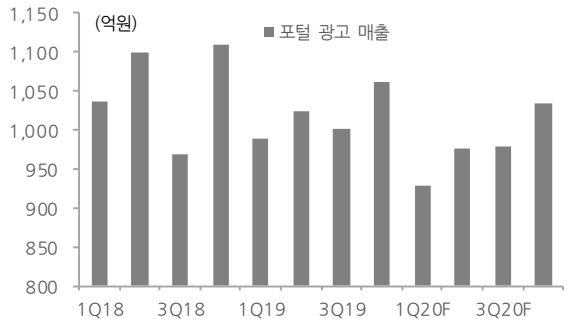
연말 톡보드 광고 50% 성장 전망

톡비즈보드 광고는 대형 광고주 뿐만 아니라 중소형 광고주들에게도 인기를 얻으면서, 고성장을 지속하고 있다. 4Q19 3,000곳 이상의 광고주를 확보했고, 현재 광고주 수는 1만개 수준까지 증가한 것으로 추정된다. 지속적인 광고주 수의 증가와 Covid-19 완화에 따른 광고 시장 개선을 감안하면 연말 톡비즈보드의 일매출 수준이 작년 말 보다 약 50% 증가할 수 있을 것으로 전망한다.

인벤토리 사용률 증가하며 성장 이어질 것

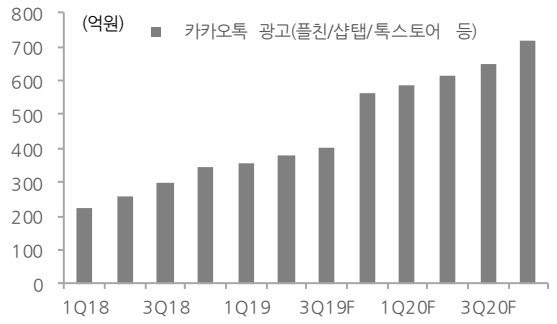
카카오톡 메인 페이지 상단에 노출되는 광고로 광고효과가 좋음에도 불구하고, 아직 인벤토리 사용률이 30% 이하인 것으로 판단된다. 인벤토리 사용률 증가에 따라 당분간 톡비즈보드의 매출 성장세는 꾸준히 이어질 것으로 보인다. 톡비즈보드의 성장은 단순히 광고매출의 확대만을 의미하는 것이 아니라, 카카오톡 내 다양한 서비스들과 연동되며 확장성을 가진다는 점에서 더욱 의미가 있다. 톡보드 광고를 통해 바로 구매페이지까지 랜딩되는 것처럼 선물하기, 톡스토어 등과의 연동을 통해 결제 기능으로까지 연결될 수 있어 유기적인 시너지 효과 창출이 가능하기 때문이다.

<그림17> 포털 광고 매출 성장세 상대적 둔화



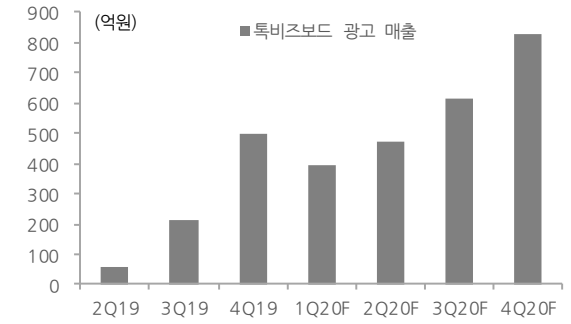
자료 : 카카오, 현대차증권

<그림18> 카카오톡 광고 고성장세 지속



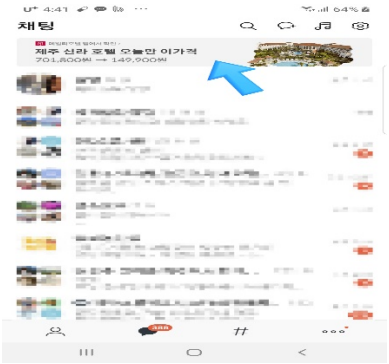
자료 : 카카오, 현대차증권

<그림19> 톡비즈보드 광고 매출 추이



자료 : 카카오, 현대차증권

<그림20> 카카오톡 채팅목록 내 톡비즈보드 광고



자료 : 카카오, 현대차증권

Covid-19가 촉발한 언택트 산업의 확산

Covid-19로 이커머스 성장 가속화

이커머스 시장은 전염병 확산 시기에 성장률이 증가

Covid-19의 발생으로 언택트 소비 문화가 확산되고 있다. Covid-19와 함께 가장 먼저 주목받은 언택트 산업은 이커머스 부문이다. 일반적으로 이커머스 시장은 전염병 확산 시기에 성장률이 급등하는 모습을 보여줬다. 5월 온라인 쇼핑 동향을 살펴보면, 음식서비스와 음식료품, 생활용품의 온라인 거래규모는 전년동기대비 각각 +77.5%, +33.1%, +38.0% 상승하면서 음식서비스와 식자재를 중심으로 거래가 확산되고 있다.

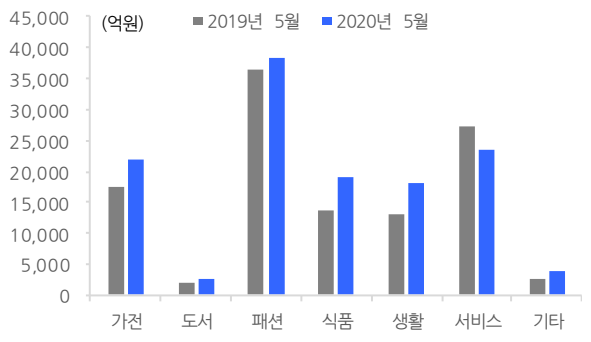
이커머스의 글로벌 전체 소매시장 비중은 13.2%

글로벌 소매시장에서 전자상거래는 13.2%를 차지하고 있는 주요 채널이다. 네트워크의 발전과 모바일 보급 확산, 편리한 결제플랫폼의 발전 등이 전자상거래 성장을 견인하고 있다. Covid-19의 확산으로 사회적 거리두기가 증가하면서 전세계적으로 전자상거래 주문량이 급증하고 있고, 경기가 침체되는 국면에서도 지속적으로 성장하고 있다. 유로모니터는 2024년에는 전체 소매시장에서 전자상거래의 비중이 약 19.4%에 이를 것으로 전망하고 있다.

1분기 국내 오프라인 판매 감소 온라인 증가

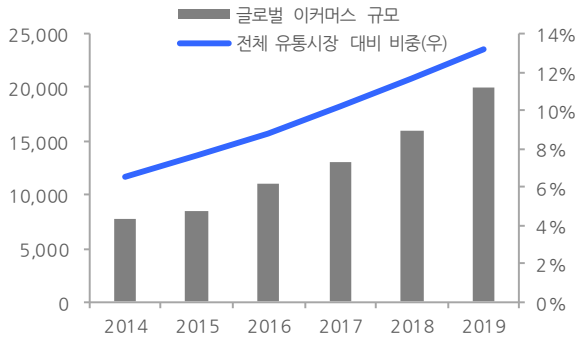
올해 1분기 백화점, 대형마트 등 오프라인 점포의 판매는 감소한 반면 온라인 점포(인터넷, 홈쇼핑 등)의 판매 지수는 QoQ +7.6% 증가했다(백화점 -19.4%, 대형마트 -2.9%, 편의점 +3.4%). 특히 식품 등의 생활 물류 배달의 성장이 더욱 돋보이고 있는 상황이다.

<그림21> 5월 온라인 쇼핑 동향



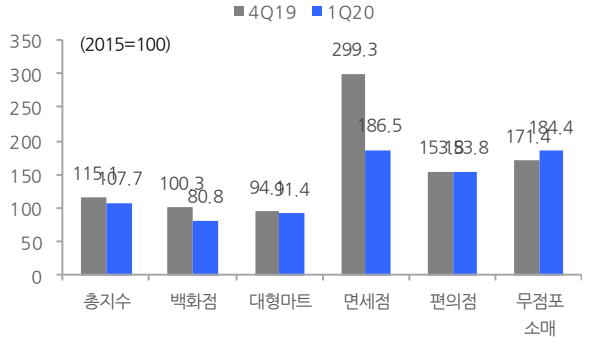
자료 : 통계청, 현대차증권

<그림22> 글로벌 이커머스 시장 전망



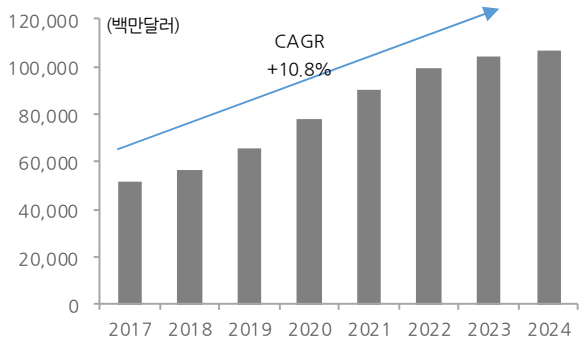
자료 : 유로모니터, 언론자료 재인용, 현대차증권

<그림23> 4Q19/1Q20 업태별 소매 판매액지수 비교



자료 : 통계청, 현대차증권

<그림24> 국내 이커머스 시장 전망



자료 : Statista, 현대차증권

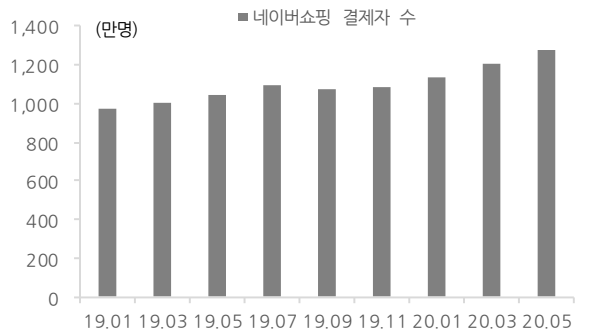
네이버 쇼핑, 판매자 성장= 구매자 증가

네이버 쇼핑의 5월 결제자수는 1,280만명으로 올해 1월 대비 약 +13% 증가했다. 판매자의 성장이 곧 이용자 확대로 연결될 수 있는데, 신규 스마트 스토어 창업 수가 Covid-19 전 3개월 월평균 수치 대비 이후 3개월 월평균 수치가 45% 증가하면서 신규 창업이 확산되고 있다. 특히, 20대와 50대의 신규 창업 확장세가 두드러지면서 전 연령층이 스마트 스토어에 침투하고 있다. 월 판매액 1억 이상 기록하는 스마트스토어의 숫자도 Covid-19 이후 이전 대비 40% 증가하면서 신규 창업의 확장세는 지속될 것으로 전망한다. 6월 1일 출시한 네이버플러스 멤버십을 통한 포인트 적립 증가로 네이버 쇼핑 유저들의 락인 효과도 기대된다.

카카오 톡딜 거래액 1년 안에 28배 증가

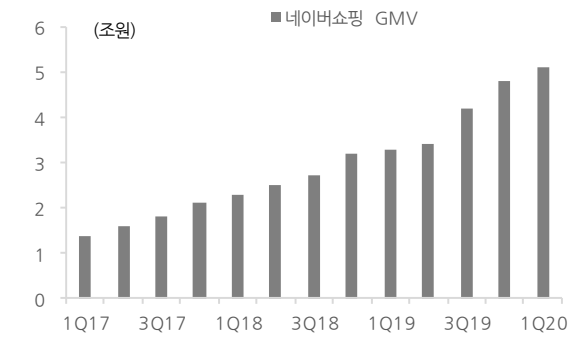
최근 카카오도 선물하기, 톡딜, 메이커스를 통해 커머스를 확장해 나가고 있다. 지난해 6월 출시한 '톡딜'의 거래액은 론칭 1년 만에 28배 이상 증가했다고 밝혔다. 톡딜은 소비자가 2명만 모여도 할인을 받을 수 있는 서비스로, 매분기 2배 이상의 매출 성장을 보였다.

<그림25> 네이버쇼핑 결제자수 추이



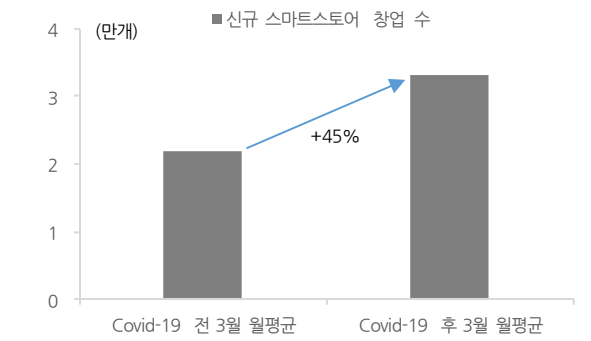
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림26> 네이버쇼핑 GMV 추이



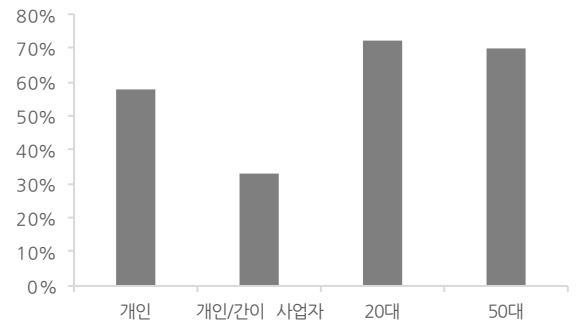
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림27> Covid-19 전후 스마트스토어 창업 수



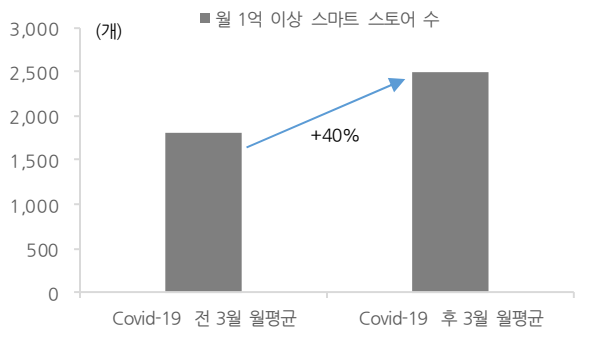
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림28> Covid-19 전후 사업자 유형/연령별 신규 증가 추이



자료 : NAVER, 현대차증권

<그림29> Covid-19 전후 월 1억이상 스마트스토어 수

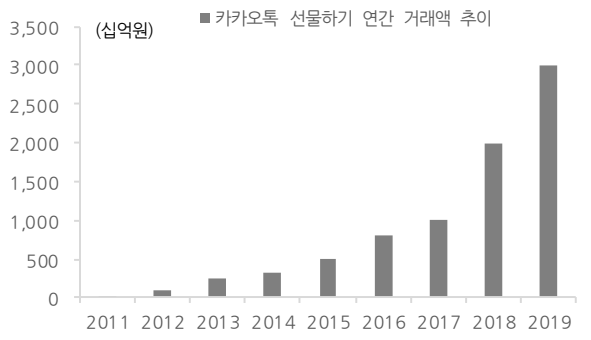


자료 : NAVER, 현대차증권

<그림30> 네이버 멤버십 통한 쇼핑 Lock-in 기대

자료 : NAVER, 현대차증권

<그림31> 카카오톡 선물하기 거래액 추이



주: 2018~2019년 유통업계 추정치
자료 : 카카오, 현대차증권

<그림32> 카카오 톡딜

자료 : 카카오, 현대차증권

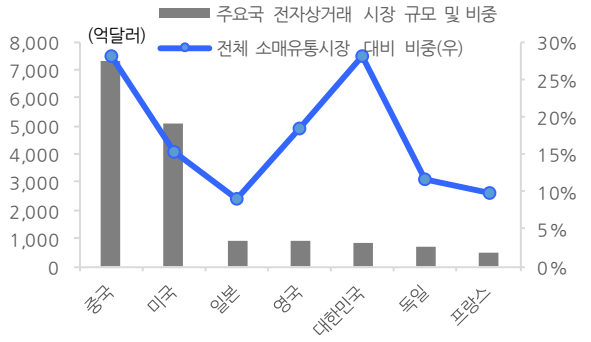
고령 소비자들의 유입으로 Covid-19 이후에도 이커머스 성장 지속 전망

Covid-19가 장기화되면서 이커머스의 성장세는 지속될 것으로 예상한다. Covid-19가 촉발시킨 이커머스의 고성장세는 포스트 코로나 시대에서도 지속될 것으로 전망한다. 우선, 이전까지 전자상거래 시장의 주요 소비층이 아니었던 고령 소비자들의 온라인 쇼핑 사용이 증가하고 있다. 모바일과 인터넷 사용에 능숙한 '실버서퍼(Silver Surfer)가 주요 전자상거래 고객층으로 자리잡고 있다. 미국의 조사기관 '퍼스트 인사이트'에 따르면 미국의 베이비붐 세대(56~74세)가 Covid-19 이전과 이후의 소비 방식 변화가 가장 뚜렷하게 나타나는 세대라고 밝혔다. Covid-19가 본격화 되기 전인 2월 28일 설문에서 Covid-19가 쇼핑방식에 영향을 미쳤다고 응답한 비율은 26%였으나, Covid-19가 본격화된 3월 17일에는 71%까지 응답율이 증가했다.

이커머스 Covid-19 이후에도 성장세 지속될 것

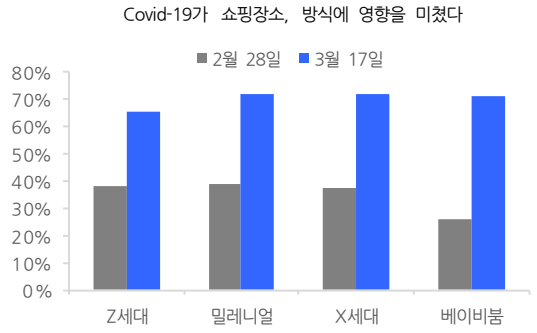
전자상거래의 복잡한 절차로 인해 오프라인 소비를 선호하던 고령 소비자들의 신규 유입이 증가하면서 이커머스 시장의 성장률이 가파라지고 있는 것으로 판단한다. 재택근무, 사회적 거리두기 등과 같이 Covid-19 이후 다시 원래대로 돌아갈 수 있는 것과 달리, 온라인 소비는 구매자의 편의성을 증가시킬 수 있는 하나의 소비 행태로 자리 잡기 때문이다.

<그림33> 주요국 전자상거래 시장 규모 및 비중



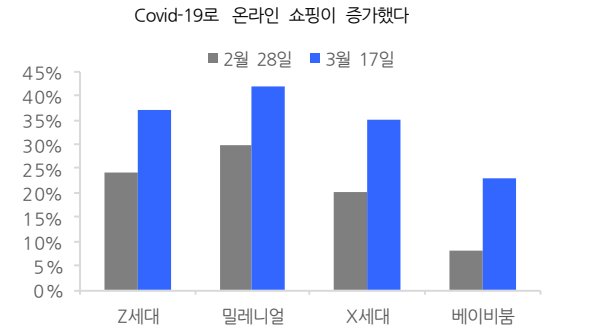
자료 : 유로모니터, KITA, 현대차증권

<그림34> Covid-19로 인한 연령층별 소비 행동 변화



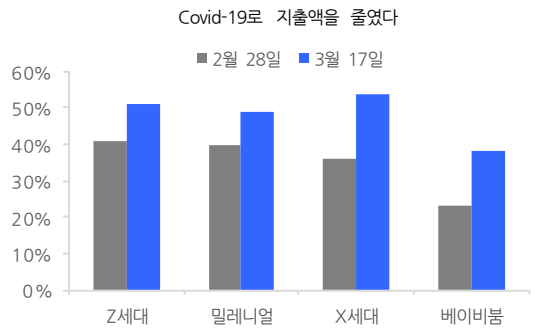
주: Z세대(1995~2012), 밀레니얼(80~94), X세대(65~79), 베이비붐(46~64)
자료 : 퍼스트인사이트, 현대차증권

<그림35> Covid-19로 인한 연령층별 소비 행동 변화



주: Z세대(1995~2012), 밀레니얼(80~94), X세대(65~79), 베이비붐(46~64)
자료 : 퍼스트인사이트, 현대차증권

<그림36> Covid-19로 인한 연령층별 소비 행동 변화

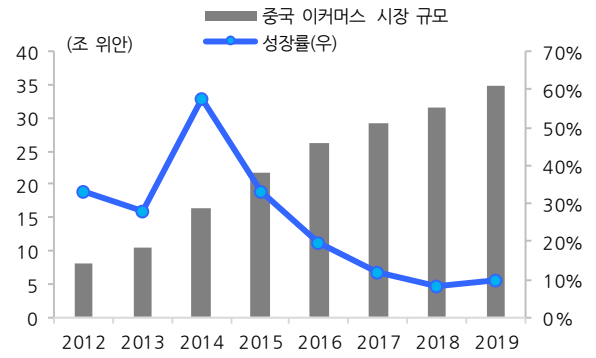


주: Z세대(1995~2012), 밀레니얼(80~94), X세대(65~79), 베이비붐(46~64)
자료 : 퍼스트인사이트, 현대차증권

이커머스, 다양한 방법으로 영역 확대 중

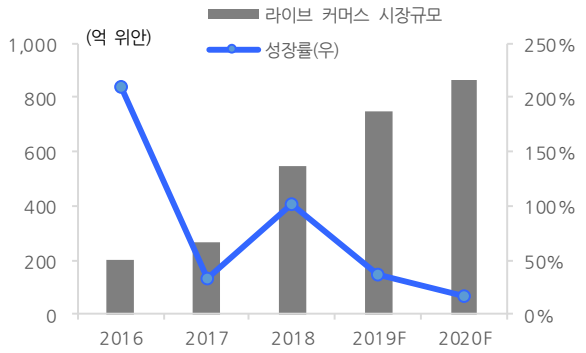
Covid-19의 영향으로 오프라인 점포들 역시 O2O 산업에 더욱 박차를 가하고 있어, 온라인 플랫폼의 성장은 지속적으로 이어질 것으로 전망한다. 오프라인 매장의 운영이 어려워진 회사들에게 O2O 산업은 새로운 기회가 되고 있다. 일례로 Covid-19 확산 이후 '라이브 커머스'의 인기가 올라가고 있다. 라이브 커머스는 오프라인 매장을 방문하지 않고 동영상으로 상품을 확인하고 구매할 수 있는 새로운 판매 경로이다. 중국과 일본에서는 라이브 커머스가 이미 주목 받고 있었던 시장이었다. 중국 '타오바오'는 2016년 '타오바오 라이브'를 시작하고 2017년부터 2019년까지 연 거래액이 2.5배씩 증가했다. 중국 상무부에 따르면 Covid-19가 한창이던 2020년 노동절 연휴 기간(5월 1~5일) 라이브 커머스 방송 횟수와 판매 상품 수량은 전년 동기 대비 각각 2배, 5.7배 증가했다고 밝혔다.

<그림37> 중국 이커머스 시장 규모



자료 : 중국 전자상거래 보고서, 현대차증권

<그림38> 중국 라이브커머스 시장 규모



자료 : 중국산업정보원, 현대차증권

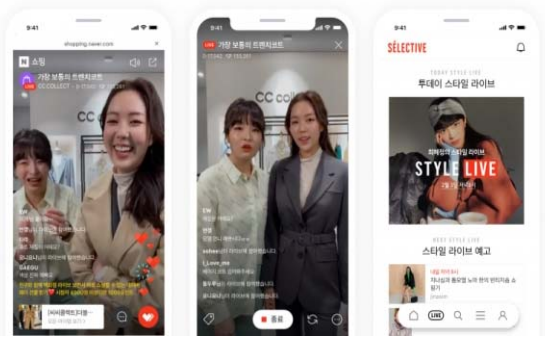
NAVER, 카카오 라이브 커머스 툴 제공 시작

이에 발맞춰, NAVER와 카카오도 커머스 사업 강화를 위해 라이브 커머스에 드라이브를 걸고 있다. NAVER는 '스마트스토어'에 입점한 판매자에 라이브 커머스 툴을 제공하고, 카카오는 상품 판매 업체와 협업을 통해 기획, 제작에 참여한다. 유아교육 업체인 마이리틀타이거는 NAVER의 라이브커머스를 통해 교재를 판매해 한 시간 만에 약 3억원의 매출을 달성했고, 롯데아울렛 파주점의 아디다스 매장도 이를 통해 일매출 약 2.4억원을 기록했다. 카카오는 5월부터 '카카오 쇼핑 라이브'를 운영 중이다.

네이버쇼핑 브랜드스토어 오픈

또한, 오프라인과 온라인 연결의 일환으로 NAVER는 2월 '브랜드스토어'를 오픈했다. '브랜드스토어'는 해당 브랜드가 플랫폼 내에서 직접 운영하는 방식이다. 출시 5개월 현재 75개의 브랜드가 입점해 있고, 조만간 입점을 기획하고 있는 업체도 100개에 다다르는 것으로 추정된다. 입점해 있는 브랜드들에게도 순기능으로 작용하고 있다. 쿠쿠전자가 입점 기념으로 진행한 '브랜드데이'에서 단 하루만에 기존 네이버쇼핑에서 6월 한달 간 거둔 매출의 3배 이상을 달성한 바 있다.

<그림39> 네이버쇼핑 라이브 커머스



자료 : 언론자료, 현대차증권

<그림40> 네이버쇼핑 브랜드스토어

자료 : 언론자료, 현대차증권

이커머스 성장이 불러오는 간편결제 성장

이커머스 성장과 동행하는 간편결제 성장

언택트 산업의 확산으로 온라인 플랫폼이 성장하며, 전자상거래 시장도 동반 성장할 것으로 전망한다. Covid-19 이전에도 이커머스와 간편 결제는 동반 성장하는 모습을 보여줬다. 통계청에 따르면 2019년 이커머스는 YoY +19.4% 성장한 135조원(인터넷과 모바일 각각 +9%, +26% 성장)을 기록했고, 간편결제는 건수 기준으로 YoY +57% 성장했다.

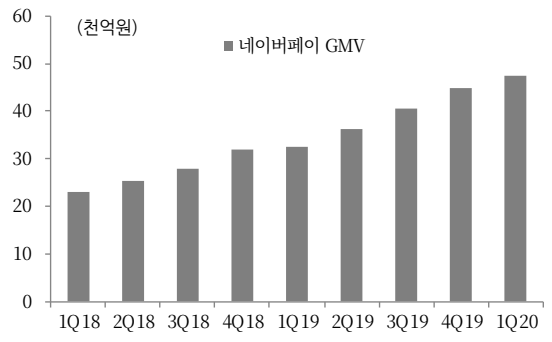
전세계적으로 결제 수단 변화 중

한국은행이 지난 4월에 발표한 '코로나19 확산이 주요국 지급수단에 미친 영향'에 따르면, 영국 등 일부 국가의 경우 현금 이용에 따른 바이러스 전파 가능성과 사회적 거리두기 등의 영향으로 현금사용이 감소하고 있다고 밝혔다. 미국은 Covid-19 확산 이후 소비자의 30%가 스마트폰, NFC카드 등과 같은 비접촉 결제를 사용하기 시작했고, 그 중 70%는 Covid-19 종식 이후에도 이와 같은 결제 수단을 지속 사용할 예정이라고 답했다.

국내도 간편결제 거래규모 상승할 것

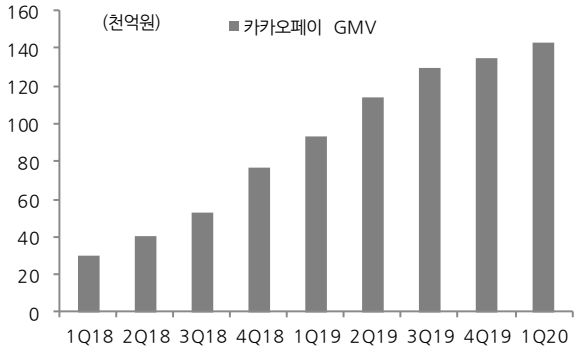
한국의 경우도 마찬가지이다. Covid-19 이후 쿠팡, 네이버쇼핑 등 주요 이커머스 업체의 매출 규모가 Covid-19 이후 크게 증가한 것으로 추정된다. 그에 따라, 간편 결제의 거래규모도 동반 상승하는 모습을 보여주고 있다. 카카오페이는 올해 1분기 거래액이 14조 3,000억원을 기록했고, 전년동기대비 39% 성장하는 모습을 보여줬다. 네이버페이 역시 전년동기대비 46% 성장했다. NHN페이코 또한 거래액이 1조 7,000억원으로 전년동기대비 31% 성장하는 모습을 보여줬다. 사회적 거리두기가 본격화되면서 소비자들의 외부 활동이 감소하고 이에 따른 소비패턴의 변화가 나타났기 때문이다. Covid-19에 따른 이커머스의 성장, 결제수단의 다양화, 고령소비자들의 낮아진 진입효과 등을 고려하면 간편결제의 고성장세는 지속될 것으로 전망한다.

<그림41> 네이버페이 GMV 추이



자료 : NAVER, 현대차증권

<그림42> 카카오페이 GMV 추이



자료 : 카카오, 현대차증권

결제 금융으로의 진화, NAVER

NAVER, 카카오 증권 계좌 본격 출시

간편 결제 플랫폼은 금융 사업으로의 진출을 통해 성장세를 더욱 가속화할 것으로 보인다. 그 배경에는 계좌 연동, 데이터 3법, 후불 결제 서비스 등이 있을 것으로 전망한다. NAVER와 카카오는 올해 각각의 CMA 계좌를 통해 금융서비스를 본격화할 것으로 예상한다. NAVER는 미래에셋대우와 협업하여 6월 8일 네이버통장을 출시했고, 카카오는 카카오페이 증권 계좌 업그레이드를 진행하고 있다.

네이버쇼핑 포인트를 통해 생태계 구성될 것

네이버통장은 CMA-RP형태의 계좌로 100만원 한도 내에서 연 3% 이자율을 제공하고, 네이버 쇼핑 내 결제에 한해 최대 3%의 포인트 적립을 제공한다. 2020년 5월 네이버쇼핑 내 포인트 결제액은 전년동기대비 +208% 증가했다. 쇼핑-금융-결제 선순환의 중심은 포인트다. 네이버쇼핑 및 네이버페이와의 연동을 통해 NAVER만의 선순환 생태계가 조성될 것으로 보인다.

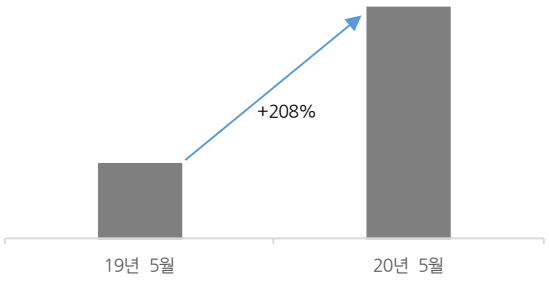
마이데이터 사업 통해 금융플랫폼으로 진화할 것

NAVER는 꾸준히 축적해온 쇼핑고객 데이터를 기반으로 간편결제를 넘어 SME 대출서비스와 개인자산관리서비스 진출을 모색하고 있다. NAVER는 최근 금융위로부터 혁신금융 지정대리인으로 선정돼 미래에셋 캐피탈의 대출 심사 업무를 대행할 수 있게 되었다. 이를 통해 하반기부터 금융 이력이 충분치 않아 대출이 어려웠던 스마트스토어 판매자들을 위한 SME 대출을 준비 중이고, 판매자 신용등급 정확도를 높이기 위해 네이버 쇼핑 데이터에 기반한 자체 CSS를 구축할 예정이다. 또한, NAVER는 현재 단순 계좌 및 카드 조회 기능에서 투자 상품 등을 조회하도록 커버리지를 확대할 전망이다. 여기에 신용정보조회 서비스를 더해 마이데이터 사업을 진행할 것으로 보인다. 향후에는 사용자 맞춤 금융상품 추천, 투자자문, 개인자산관리까지 서비스가 확대될 것으로 보인다.

<그림43> 네이버페이 미래에셋대우 통장

자료 : 언론자료, 현대차증권

<그림44> 네이버쇼핑 20년 5월 포인트 결제액 증가



자료 : NAVER, 현대차증권

금융 인프라 구성 완료. 투자 플랫폼으로 진화하는 카카오

카카오, 금융 인프라 구성 완료 시너지 본격화 전망

카카오는 은행-증권-결제라는 금융 인프라 구성을 완료했다. 카카오는 카카오페이증권 인수 이후 본인들만의 투자 플랫폼으로의 발전을 본격화하고 있다. 카카오 역시 증권 계좌 개설 이후 자산관리 서비스를 강화하고 있다. 카카오페이 증권은 2월 출범 이후 140만 계좌 오픈, 펀드투자 고객수 20만명 돌파, 적립식 투자 신청건수는 42만을 돌파하는 등 빠르게 고객 수를 늘려나가고 있다. 계좌 개설 연령대 역시 20~50대까지 고르게 분포되며, 고객층을 다양화하고 있다.

생활 속 투자 증가

카카오는 우선 생활 속 투자 습관을 정착시키는데 주력할 방침이다 최근 카카오페이의 결제와 펀드 투자를 연결한 '동전모으기'와 '알모으기' 서비스를 진행하고 있다. 이를 통해 투자를 경험한 소비자들은 적립식 투자로 범위를 확대하고 되며, 동전, 알 모으기를 시작한 이후 원하는 날을 지정해 투자를 할 수 있는 '자동투자' 신청도 현재 10만 건을 기록하고 있다.

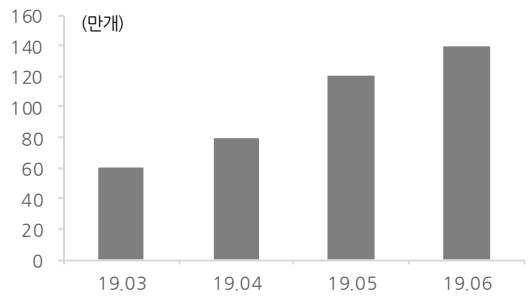
디지털 보험사 예비인가 곧 신청할 것

또한, 카카오는 디지털 보험사 예비인가 신청을 앞두고 있다. 당초 삼성화재와 JV를 만들어 디지털 손보사 설립을 추진했으나 갈등 끝에 독자 사업으로 진행하기로 결정했다. 카카오톡, 뱅크, 페이 등 플랫폼 경쟁력에 기반해 보험 상품을 판매할 것으로 예상된다. 카카오페이는 이를 위해 작년 보험과 기술을 접목한 인슈어테크 스타트업 '인바이유'를 인수했는데, 인바이유는 소비자 맞춤형 미니보험, 크라우드 보험 등 다양한 시도를 하고 있다.

〈그림45〉 카카오페이증권 계좌 업그레이드

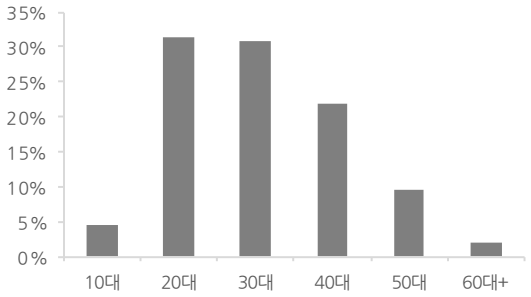
자료 : 언론자료, 현대차증권

〈그림46〉 카카오페이증권 계좌 수 증가 추이



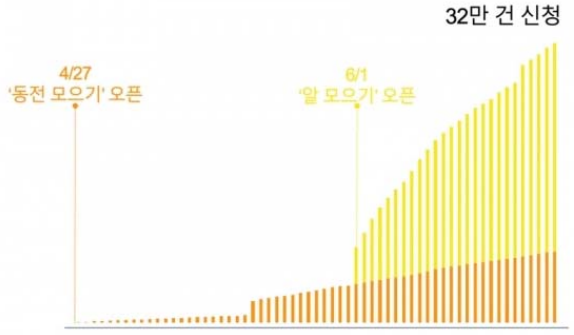
자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림47> 카카오페이증권 계좌 개설 연령대



자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림48> 동전모으기 + 알모으기 신청자 수 추이



자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림49> 펀드투자 20만 계좌 돌파

자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림50> 카카오페이와 알모으기 투자 시너지

자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

Digitalization과 데이터 중요성 확대

데이터 3법, 8월부터 시행. 데이터 산업 육성 틀 마련

데이터 3법 통해 데이터 산업 육성 틀 마련

지난 1월 9일 데이터 3법이 국회 본회의에서 통과됐다. 데이터 3법이란 데이터 이용을 활성화하는 '개인정보 보호법', '정보통신망법', '신용정보법' 3가지 법률에 대한 개정이다. 법률 개정안의 주요 내용은 1) 데이터 이용 활성화를 위한 가명정보 개념 도입, 2) 관련 법률의 유사, 중복 규정을 정비하고 추진체계를 일원화하는 등 개인정보 보호 거버넌스 체계 효율화, 3) 데이터 활용에 따른 개인정보 처리자의 책임 강화, 4) 모호한 '개인정보' 판단 기준의 명확화 이다. 데이터 3법을 통해 데이터 경제를 추진하는데 있어 데이터 산업 육성 지원을 강화할 수 있는 틀이 마련됐다.

<그림51> 데이터3법 개정 주요내용

개정 법안	대표발의자	상임위	주요 내용
개인정보보호법	안재근 의원	행안위	- 가명정보를 본인 동의 없이 제품 및 서비스 개발에 활용 가능하도록 - '개인정보' 범위 명확화 개인정보보호위원회 컨트롤 타워 지정
정보통신망법	노웅래 의원	과방위	- 산재된 개인정보 관련 규제를 개인정보보호법으로 이관 - 개인정보 규제 감독권을 '개인정보보호위원회'로 이관
신용정보보호법	김병욱 의원	정무위	- MyData 사업 가능하도록 빅데이터 분석 이용 법적 근거 명확화 - 신용주체자의 본인 정보 통제 기능 강화, 금융분야 규제 정비

자료 : 국회입법조사처, 현대차증권

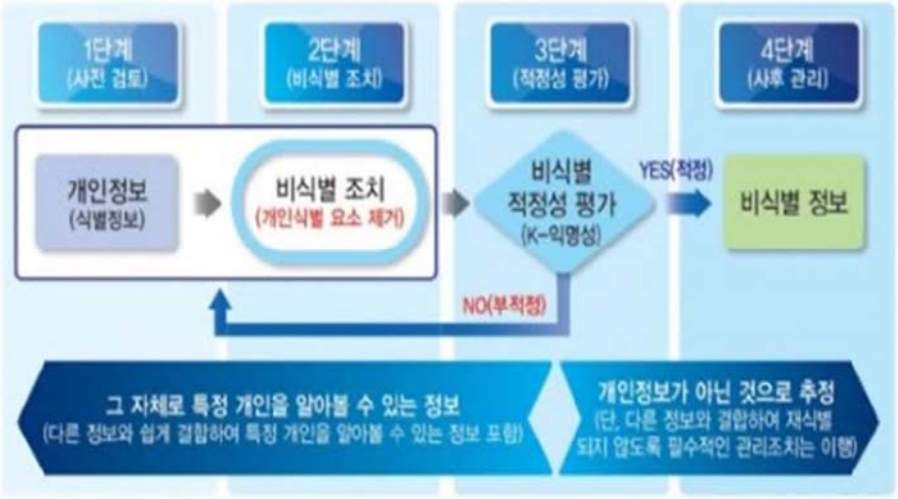
<그림52> 데이터 3법

자료 : 언론자료, 현대차증권

데이터 3법은 테크핀 업체에 특화된 법

이번 데이터 3법의 핵심 내용은 개인정보의 법적 정의에 기존 개인정보 외에 가명정보와 익명정보가 추가된 것이다. 개인정보의 판단 기준이 명확해진 상황으로, 익명화된 정보는 개인정보보호법에 적용되지 않아 익명정보의 이용이 활성화 될 것으로 전망된다. 가명정보(추가정보 없이는 개인을 알아 볼 수 없는 정보) 개념의 도입으로 가명정보를 정보 주체 동의 없이도 연구, 기록보존 목적으로 사용할 수 있게 된다. 개인정보보호법은 일반법으로 모든 사람한테 대체로 적용되는 법인 반면에 신용정보법은 금융기관에 적용되는 법이다. 따라서 이번 데이터 3법은 사실 테크핀 업체에 특화된 법이라 볼 수 있다. 대표적으로 마이데이터 사업이 있다.

〈그림53〉 가명정보의 개념



자료 : 국회입법조사처, 현대차증권

〈표3〉 가명정보는 통계작성, 연구 공익적 기록 보존 목적으로 사용 가능

	개념	활용가능범위
개인정보	특정 개인에 관한 정보, 개인을 알아볼 수 있게 하는 정보	사전적이고 구체적인 동의를 받은 범위 內 활용 가능
가명정보	추가정보의 사용없이는 특정 개인을 알아볼 수 없게 조치한 정보	다음 목적에 동의 없이 활용 가능 (EU GDPR 반영) 1) 통계작성 (상업적목적 포함) 2) 연구 (산업적 연구 포함) 3) 공익적 기록보존 목적 등
익명정보	더 이상 개인을 알아볼 수 없게 (복원 불가능할 정도로) 조치한 정보	개인정보가 아니기 때문에 제한없이 자유롭게 활용

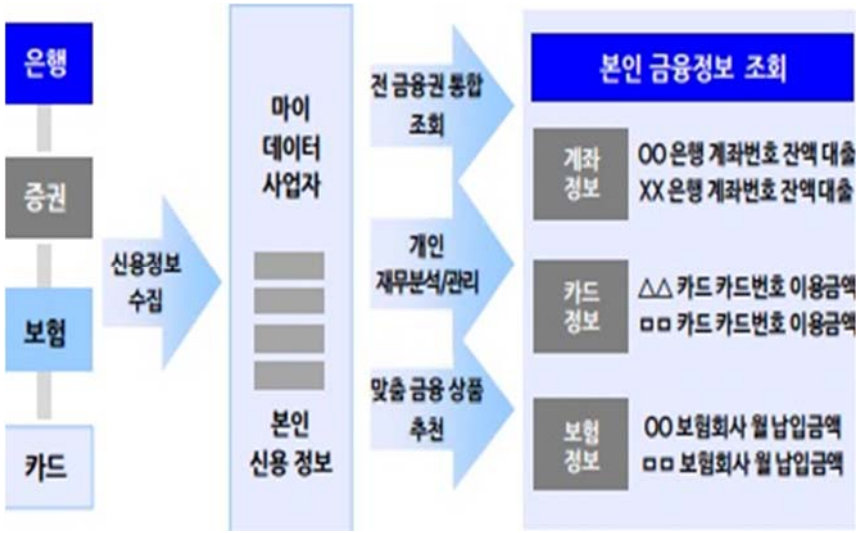
자료 : 언론자료, 현대차증권

8월부터 마이데이터 사업 시행. 다양한 사업자 기회 얻을 것으로 전망

신용정보법 개정 내용을 보다 자세하게 살펴보면, 결론적으로 신용정보회사가 CB사업 외 다른 업무를 겸임할 수 없었던 규제가 폐지된다는 것이다. 마이데이터로 불리는 본인 신용정보관리업이 도입되고, 마이데이터 산업에서는 개인의 자기정보통제권이 강화된다. 마이데이터 사업은 고객 동의 하에 각 금융사에 흩어진 금융거래 정보를 통합해 관리하고, 기업들이 해당 데이터를 활용할 수 있게 하는 사업이다. 개인은 자신이 원하는 만큼 자신의 정보를 특정 기업에 제공해달라는 이동권 행사가 가능하다. 또한, 이번 데이터 3법 통과로 EU GDPR(일반개인정보보호법, 개인정보 암호화, 가명처리 등 안전조치 마련 및 독립 감독기구 운영 등의 조건을 요구) 적정성 결정 국가로 선정될 경우, EU와 데이터 교류도 가능하게 된다.

따라서 8월 5일 신용정보법 개정안이 시행된 이후, 마이데이터 사업이 본격화될 수 있을 것으로 보인다. 6월 3일 수요조사 결과에 따르면 다양한 분야의 116개 회사가 사업 허가를 희망할 정도로 다양한 사업자들이 관심을 가지고 있다. NHN페이코가 유일한 마이데이터 실증사업자로 본 사업 사업자로 채택될 가능성이 가장 높다고 판단하지만, 이후 NAVER, 카카오, 토스 등 다양한 사업자들에 대한 인가도 빠른 시일 내로 나올 수 있을 것으로 판단한다.

<그림54> 마이데이터 도입 계획



자료 : 금융위, 현대차증권

<표4> 마이데이터 업무 허용 범위

구분	업무 범위
고유 업무 (개인 신용정보 통합조회)	- 은행, 상호금융, 저축은행 등의 예금계좌 입출금 내역 - 신용카드, 직불카드 거래내역 - 은행, 상호금융, 저축은행, 보험사 등의 대출금 계좌 정보 - 보험회사의 보험계약 정보(단, 보험금 지급정보는 제외) - 증권회사의 투자자예탁금, CMA 등 계좌 입출금 내역 및 금융투자상품(주식, 펀드, ELS 등)의 종류별 총액 정보 - 전기통신사업자의 통신료 납부내역 등의 신용정보
부수 업무 (Data 분석, 컨설팅 및 제 3자 제공업무)	- 재무 현황 - 소비 패턴
경영 업무	- 고객 데이터 분석 결과를 바탕으로 로보 어드바이저 방식의 금융상품 자문 - 금융상품추천, 비교 공시 - 전자지급 결제 업무(추진)

자료 : 금융위, 현대차증권

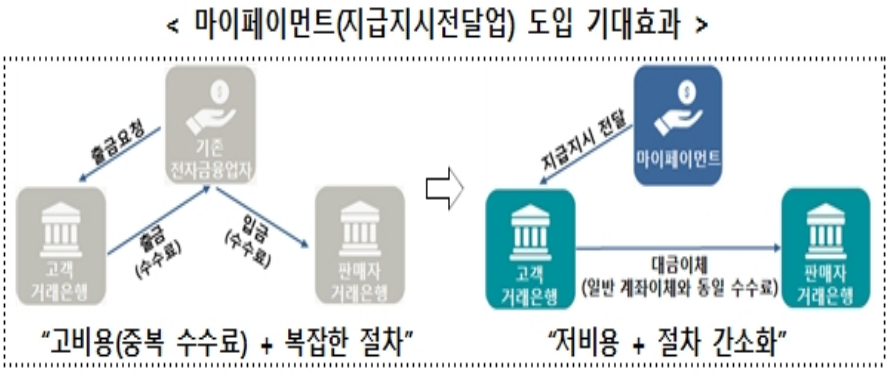
전자금융거래법 개정. 1) 간편결제 업체의 후불결제 가능 2) 마이페이먼트 도입

7월 중 전자금융거래법 개정이 추진될 것으로 보인다. 개정안의 핵심은 1) 간편 결제 업체의 후불 결제가 가능해지는 점, 2) 마이페이먼트 도입일 것이다. 후불 결제 한도는 현재 30~100만원 선에서 논의되고 있는데, 현재 카드사의 체크카드 후불결제 한도는 30만원이다. 따라서, 간편결제의 후불 결제가 가능해 진다면, 거래 활성화를 통해 간편 결제와 이커머스의 동반 상승이 가능해질 것으로 판단한다.

마이페이먼트는 소비자가 결제 자금을 보유하고 있지 않아도 결제할 수 있는 서비스

마이페이먼트란 '지급지시 서비스업'으로 소비자가 결제 자금을 보유하고 있지 않아도 결제할 수 있는 서비스다. 소비자가 지급지시 서비스 제공업자(PISP)에게 자신의 계좌에 대한 지급지시 권한을 허용해주면 PISP가 고객을 대신해서 계좌이체 거래를 진행할 수 있게 된다. 소비자가 자신의 정보를 능동적으로 활용할 수 있어야 하기 때문에 마이데이터의 도입을 전제로 하는 서비스다.

〈그림55〉 마이페이먼트 도입 효과



자료 : 금융위, 현대차증권

디지털 전환 가속화와 데이터 중요성 증가

디지털 전환 가속화. 한국판 뉴딜 예산 확대

Covid-19 확산 이후 우리는 다양한 변화를 체감하고 있다. Covid-19에 따른 국내 산업의 변화는 크게 1) 디지털 전환의 가속화 2) 데이터 중요성의 증가로 볼 수 있을 것으로 판단한다. 이에 발맞춰 정부도 한국판 뉴딜 정책에 투입될 자금을 76조원에서 84조원을 더 늘려 160조원으로 추가 편성하기로 결정했다. 한국판 뉴딜은 '디지털 뉴딜'과 '그린 뉴딜' 2개를 전반으로 진행된다.

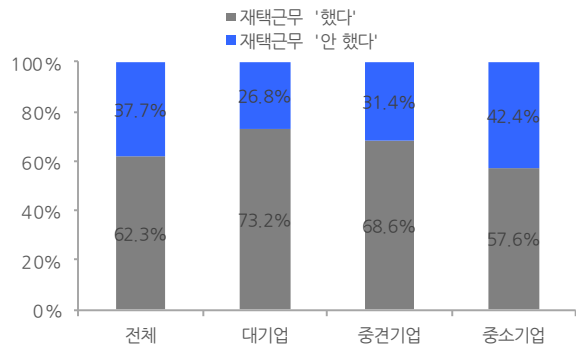
디지털 기술 활용 서비스 증가할 것

Covid-19 이후 AI, 블록체인, 클라우드, 빅데이터와 같은 디지털 기술을 활용한 산업 전반의 경쟁력 향상과 디지털에 기반한 새로운 형태의 제품과 서비스를 제공하는 산업의 중요성이 높아지고 있다.

비대면 업무, 교육, 진료 확산될 것

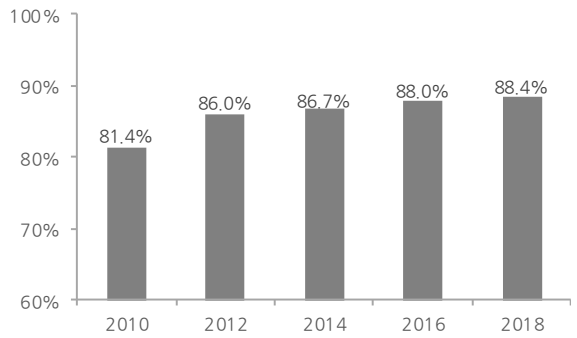
Covid-19 이후 디지털화와 비대면 업무의 확산은 가속화될 것으로 전망한다. 일례로 업무 방식 측면에서는 재택 근무 증가에 따른 원격 업무 솔루션의 도입이 증가하고 있고, Covid-19 이후 업무에 복귀해도 일정 수준은 유지될 것으로 전망한다. 선진국 대비 국내 스마트워크 도입 비율이 현저히 낮고, 과기부에서는 2020년 중소기업 재택근무 인프라 비용 2,000만원 지원하는 것을 발표하는 등 정부의 지원 역시 증가하고 있다. 교육과 보건 관련 디지털 뉴딜 정책을 통해 사용률과 법률 개선이 동반될 것으로 전망한다. 정부 교육기관의 이러닝 도입률은 2010년 81.4%에서 2018년 88.4%까지 증가하고 있다.

<그림56> Covid-19로 인한 재택근무 도입 비중



자료 : 잡코리아, 알바몬, 현대차증권

<그림57> 정부 교육기관 이러닝 도입률



자료 : 산업통상자원부, 현대차증권

한국판 뉴딜 76조원에서 160조원으로 예산 확대

2025년까지 디지털 뉴딜에 총 58.2조원 투입될 것

정부는 Covid-19로 인해 일자리와 개인/기업 소득이 줄어 발생한 경기 침체를 타개하기 위해 한국판 뉴딜 정책을 발표했다. 기존에는 2025년까지 76조원을 투입하기로 결정했으나, 최근 160조원으로 편성 예산을 늘리면서 그 중요성은 더욱 커질 것으로 전망한다. 한국판 뉴딜은 크게 '디지털 뉴딜'과 '그린 뉴딜' 두가지 큰 축을 기반으로 시행될 예정이다.

한국판 뉴딜은 디지털을 기반으로 함

뉴딜 정책은 미국 루스벨트 대통령이 경제 대공황을 극복하기 위해 추진했던 정책으로, 당시에는 댐, 다리와 같은 인프라 투자가 대부분이었다. 반면에 한국판 뉴딜은 우리나라의 강점인 '디지털'을 기반으로 추진하는 21세기형 뉴딜 정책이 정부의 실행 방향이다.

주요 추진 사업은
1. D.N.A 강화
2. 교육 디지털 전환
3. 비대면 육성
4. SOC 디지털화

디지털 뉴딜의 총 사업비는 58.2조원으로 'D.N.A 생태계 강화', '교육 인프라 디지털 전환', '비대면 산업 육성', '사회간접자본(SOC) 디지털화 등이 주요 추진 사업이다. D.N.A에서 D는 데이터, N은 네트워크, A는 AI를 의미한다. 데이터 인프라 구축을 국가 사업으로 추진하고, 의료/교육/유통 등 전통사업의 비대면 사업을 추진할 계획이다. 도시, 도로, 교통망 등 국가인프라를 디지털화해 대규모 일자리 창출을 도모할 예정이다.

D.N.A 강화에 약 32조원 투입

정부는 2022년까지 D.N.A 생태계 강화에 12조 5,000억원을 투입할 예정이고, 25년까지 총 31.9조원이 편성되어 있다. 이를 통해 약 56만 7,000개의 일자리가 창출될 것으로 전망된다. 올해 1.3조원이 투입될 것으로 보이고, 데이터 구축/개방/활용에 3.1조원, 1·2·3차 전사업으로 5G·AI 융합 확산에 6.5조원, 5G 국가망 확산 및 클라우드 전환에 2.5조원, K-사이버 방역체계 구축에 4,000억원이 배정되어 있다.

〈표 5〉 디지털 뉴딜 구조

(단위: 국비(조원), 일자리(만개))

		20추~22	20추~25	일자리
합계		18.6	44.8	90.3
D.N.A 생태계 강화	**소계**	**12.5**	**31.9**	**56.7**
	1. 국민생활과 밀접한 분야 데이터 구축, 개방, 활용	3.1	6.4	29.5
	2. 1, 2, 3차 전 산업으로 5G, AI 융합 확산	6.5	14.8	17.2
	3. 5G, AI 기반 지능형 정부	2.5	9.7	9.1
	4. K-사이버 방역체계 구축	0.4	1.0	0.9
교육 인프라 디지털 전환	**소계**	**0.6**	**0.8**	**0.9**
	5. 모든 초중고에 디지털 기반 교육 인프라 조성	0.3	0.3	0.4
	6. 전국 대학, 직업훈련기관 온라인 교육 강화	0.3	0.5	0.5
비대면 산업 육성	**소계**	**1.1**	**2.1**	**13.4**
	7. 스마트 의료 및 돌봄 인프라 구축	0.2	0.4	0.5
	8. 중소기업 원격근무 확산	0.6	0.7	0.9
	9. 소상공인 온라인 비즈니스 지원	0.3	1.0	12.0
SOC 디지털화	**소계**	**4.4**	**10.0**	**19.3**
	10. 4대 분야 핵심 인프라 디지털 관리체계 구축	3.7	8.5	12.4
	11. 도시, 산단의 공간 디지털 혁신	0.6	1.2	1.4
	12. 스마트 물류체계 구축	0.1	0.3	5.5

자료 : 정부, 현대차증권

〈표 6〉 디지털 뉴딜 중 가장 많은 자금이 투입되는 D.N.A 생태계 강화

D.N.A 생태계 강화	내용
1. 국민생활과 밀접한 분야의 데이터 구축, 개방, 활용	● 데이터 수집, 개방, 활용→데이터 연계, 유통→AI 활용 등 데이터 全주기 생태계 강화 및 데이터 컨트롤타워 마련 - 공공데이터 14,2만개 전면개방 및 제조, 의료, 바이오 등 분야별 수집, 활용 확대 - 분야별 빅데이터 플랫폼 구축(10개→30개), 데이터 구매, 가공 바우처(8,400개사) - AI 학습용 데이터 주가 구축(1,300종), AI 학습용 데이터 가공바우처(中企 6,700개사)
2. 1,2,3 차 全산업 5G, AI 융합 확산	● 全산업의 디지털 전환 및 新시장 창출 촉진을 위해 산업현장에 5G, AI 기술을 접목하는 융합프로젝트 추진 - (5G 융합 확산) 문화, 체육, 관광 등 실감컨텐츠(195개) 제작, ICT 기반 스마트 박물관, 전시관(160개) 구축 및 자율주행차(LV4), 자율운항선박 상용화 기술 개발 등 - (AI 활용 확대) 스마트공장(1.2만개), 미세먼지 실내정화 등 AI홈서비스(17종) 보급, 의료영상 판독 등 생활밀접분야 'AI+X 7대 선도프로젝트' 추진 -(디지털 전환 촉진) 비대면 스타트업 육성(1,000개), 스마트대한민국펀드 조성(6조원), AI 솔루션 바우처 제공(中企 3,400개사) 및 스마트서비스 솔루션 지원(中企 1,350개사)
3. 5G, AI 기반 지능형 정부	● 개인 맞춤형 공공서비스를 신속처리하는 지능형 정부로 혁신 및 5G 업무망, 클라우드 기반 공공 스마트 업무환경 구현 - 국가보조금, 연금 맞춤형 안내, 블록체인 기반 시범사업 추진(복지급여 중복수급 방지) - 全정부청사(39개 중앙부처) 5G 국가망 단계적 구축, 공공정보시스템 클라우드 전환
4. K-사이버 방역체계 구축	● 디지털 전환 가속화에 따른 사이버위협 증가에 효과적 대응을 위해 사이버보안 체계 강화 및 보안 유망기술, 기업 육성 - 맞춤형 보안컨설팅, 보안서비스 제품 설치 지원(6,650개사), SW 보안취약점 진단, 점검 강화 - AI보안 유망기업 발굴(100개사), 자율차 등 융합분야 보안모델 산업현장 배포(500개소)

자료 : 정부, 현대차증권

디지털 뉴딜 그 핵심은 데이터. 클라우드 활용 점차 증가할 것

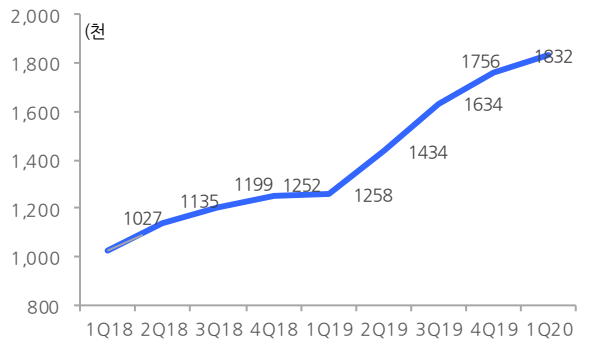
4차 산업혁명의 핵심은 데이터. 중요성 지속 증가

이번 정부의 디지털 뉴딜 정책에서의 핵심은 데이터 산업 육성이다. 데이터의 중요성은 점점 더 커질 것으로 판단한다. 우리가 Digital Transformation이라고 하는 4차 산업혁명의 핵심은 데이터다.

디지털 전환 증가로 데이터 사용량 증가

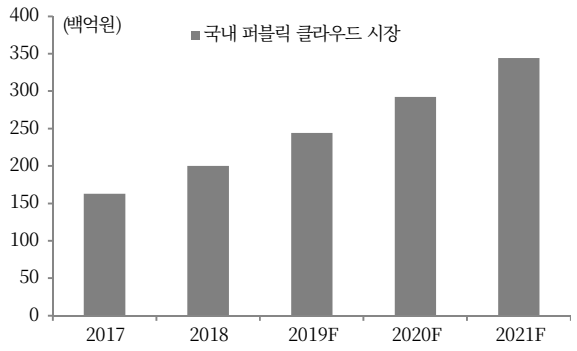
디지털 전환과 언택트 산업의 확산이 가속화되면 이를 위한 IT 기술의 발달이 더욱 빠르게 진행될 것이다. 온라인 플랫폼의 성장과 이를 통한 활동들이 지속 증가하면서 데이터의 사용량이 증가하는 것은 당연한 사실일 것이다. Covid-19 이후 비대면 활동이 증가하면서 1Q20 무선 데이터 트래픽은 YoY +45.6% 증가하며 역대 최고치를 기록했다. 따라서, 데이터의 사용량이 증가함에 따라 이를 효율적으로 처리할 수 있는 저장장치의 수요가 증가할 것이다. 일례로, 온라인 개학 초기 접속 트래픽이 증가하며 서버 부족 현상 발생으로 로그인 오류 현상이 발생했고, 이후 서버 증설을 통해 오류를 해결한 바 있다.

<그림58> 무선데이터 트래픽 추이



자료 : 과학기술정보통신부, 현대차증권

<그림59> 국내 퍼블릭 클라우드 시장 규모 추이

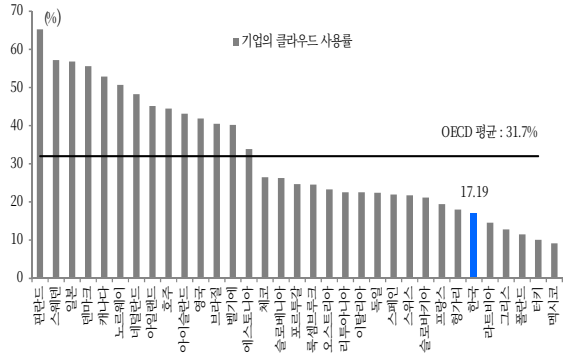


자료 : Gartner, 언론보도 재인용, 현대차증권

4차 산업혁명 가속화로 클라우드 활용도 점차 높아질 것

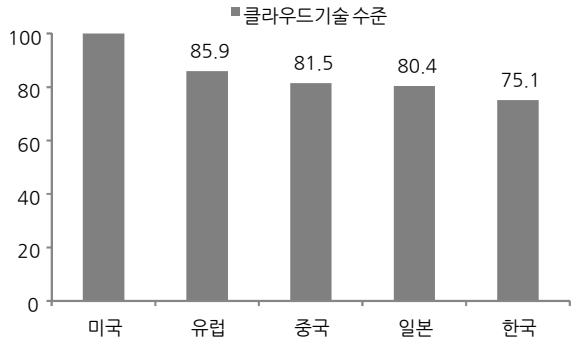
언택트 산업의 확산은 클라우드의 성장을 촉진시키는 계기가 될 것으로 전망한다. 5G 기반의 4차 산업혁명이 가속화되며 클라우드의 활용도는 점차 높아질 것이다. 국내 클라우드 시장의 글로벌 입지는 아직 미미한 수준이다. 2018년 기준 OECD 국가의 평균 클라우드 사용률이 31.7%인데 반해 국내는 17.19%로 이용률이 현저히 낮다. 이유는 클라우드 선진국들은 정책적으로 공공기관의 민간 클라우드화를 지원한 반면, 국내는 상대적으로 정책적인 지원이 약했기 때문이다. 일례로, 트럼프 대통령은 취임 후 '클라우드 Only' 행정명령으로 정부의 클라우드 전환을 의무화 했다. 향후 언택트 산업의 확산과 함께 국내 공공기관의 클라우드 도입도 점차 증가할 수 있을 것으로 전망한다.

〈그림60〉 OECD 국가 클라우드 이용률



자료 : OECD, 현대차증권

〈그림61〉 글로벌 대비 국내 클라우드 기술 수준



자료 : 정보통신기술진흥센터, 현대차증권

〈표7〉 해외 주요국의 클라우드 정책

국가	주요 내용
미국	- 2016 년부터 연방정부 정보화 예산의 8.5%(8.6 조원)를 클라우드에 활용, 보안정책 지원으로 92 개 서비스 보안 인증 및 연방정부 이용 - 트럼프 대통령은 '클라우드 Only' 행정명령으로 전 정보화의 클라우드 전환을 의무화(2017 년 5 월) - 높은 보안을 요구하는 기관에서도 민간 클라우드 서비스 이용 - 주요 도입 사례: LA 시의 3 만명 공무원 그룹웨어를 Google Apps 로 통합. 이로 인해 연간 75 만 달러 절감 효과, 40% 비용 절감 발생
영국	- 2016 년부터 정부 정보화 예산의 10%(1.1 조원)를 클라우드에 활용. 공공조달 거버넌스 구축(2011 년) 및 클라우드 스토어 개설 - 공공 데이터의 90% 이상을 민간 클라우드 이용이 가능하도록 개편 - 주요 도입 사례: 2015 년부터 카디프시 업무 협업/서비스 증대 등을 위해 기존 시스템을 클라우드 전환 2015 년부터 3 년간 약 1,825 억원 예산절감 예상
일본	-'기스미가세키' 프로젝트(2021 년까지 모든 정부 정보시스템의 클라우드화) 추진으로 중앙부처/지자체의 클라우드 도입 지원. 운영비용 30% 절감 계획
중국	- 2021 년까지 중국 클라우드 시장을 71 조원으로 육성 및 기업 경쟁력 강화를 위해 클라우드 컴퓨팅 발전 3 개년 계획(2017 년~2019 년) 공표

자료 : NIPA, 현대차증권

〈표8〉 국내 클라우드 정책

국가	주요 내용
한국	- 클라우드컴퓨팅법 제정(2015 년 3 월) 및 1 차 범정부 기본계획 수립(2015 년 11 월) 등을 통해 국내 클라우드 산업 육성을 위한 법제도적 기반 마련. 특히, 공공기관의 민간 클라우드 이용을 지원하기 위해 정보보호 기준 고시 및 인증제도 시행 가이드라인 마련 등 제도적 장애요인 해소 노력을 추진 - 국내 클라우드 전문기업 육성, 융합 확산 등 산업 육성 정책 추진 중. 클라우드 활용 인식 개선, 원천 및 응용 기술개발, 민간 및 공공 도입 지원 등 클라우드 산업의 성장/활용 촉진과, 이를 통한 AI, IoT 등과 함께 산업계 융합을 추진 중. 그러나 중요 정보에 대한 유출 우려, 클라우드 도입을 저해하는 개별 법령상 각종 규제/제도 등 활성화를 위해 극복해야 할 요소가 많음. 민간 클라우드 도입 기준 등

자료 : NIPA, 현대차증권

2019년 7월 클라우드 보안인증 제도 개선

2015년 클라우드 활성화 방안 이후 2019년 7월 클라우드 보안인증 제도 개선 방안이 나오면서 공공기관과 지자체의 민간 클라우드 범위가 확대되고, 금융기관의 클라우드 이용이 용이해질 것으로 보인다. 향후에도 언택트 산업 확산과 함께 정부의 클라우드 활성화 정책이 지속되며 클라우드 시장의 성장률이 높아질 것으로 전망한다.

국내 클라우드는 SaaS 중심으로 성장해 나갈 것

현재 국내 클라우드 시장 매출의 대부분은 외국계 클라우드 기업으로부터 발생되고 있다. IDC에 따르면 2018년 국내 클라우드 시장의 외산 업체 점유율은 67% 정도로 매우 높은 수준을 기록하고 있다. 당사는 국내 클라우드 시장은 향후 SaaS 중심으로 성장해 나갈 것으로 전망한다. 1) 정부의 클라우드 정책 변화, 2) 디지털 뉴딜 정책에 따른 클라우드 전환 수요 증가와 데이터 구축을 통해 SaaS 중심의 클라우드 활성화가 기대된다.

디지털 뉴딜에 따른 클라우드 수혜는 더존비즈온

Digital transformation과 디지털 뉴딜 정책에 따른 클라우드 수혜 업체는 더존비즈온이 될 것으로 판단한다. 최근 문재인대통령이 디지털 뉴딜 정책과 관련해 더존비즈온의 강촌캠퍼스를 방문한 것과 IaaS와 SaaS에서 '공공기관 대상 클라우드 서비스 보안인증'을 모두 획득해 디지털 뉴딜 정책에 따른 공공기관 클라우드 전환에 따른 수혜를 받을 수 있는 점을 고려한다면, 더존비즈온의 수혜가 예상된다.

〈표9〉 폐지된 정보자원 중요도에 따른 클라우드 우선 적용 원칙

대상기관	정보자원 중요도		
	상	중	하
중앙행정기관	G-클라우드	G-클라우드	G-클라우드
지자체	자체 클라우드	자체 클라우드 민간 클라우드 검토	자체 클라우드 민간 클라우드 검토
공공기관	G-클라우드 자체 클라우드	민간 클라우드 검토	민간 클라우드 우선

자료 : 국가법령정보센터, 현대차증권

〈표10〉 클라우드 보안인증 제도 개선 방안(2019년 7월)

구분	주요 내용
보안인증 기간 확대	- 현행 3 년인 보안인증 유효기간을 5 년으로 확대 - 기존 표준등급 외에 간편등급 신설 → 표준등급은 78 개 인증항목 심사. 전자결재, 인사, 회계관리, 보안서비스, 개인정보영향평가 대상 서비스 등을 제외한 서비스에 대해 간편등급을 적용해 30 개 인증항목만 통과하면 보안인증 획득 가능
행정절차 개선	- 보안인증 신청 전에 반드시 받아야 했던 사전 준비기준을 없애고, 향후 보안운영 명세서 간소화, 제출서류 정형화, 타 인증제와의 중복항목을 조정·폐지할 계획 → 현행 인증완료까지 5 개월 걸리던 기간이 3.5 개월 이내로 단축 가능
이미 이용중인 클라우드 2020 년까지 유예	- 현재 이미 이용중인 클라우드 서비스에 대해서는 2020 년 12 월 31 일까지 유예해 동 기간 중에 인증제 신청과 서비스 이용 가능

자료 : 국가법령정보센터, 현대차증권

영상 컨텐츠 전성시대

미디어 소비패턴의 다변화

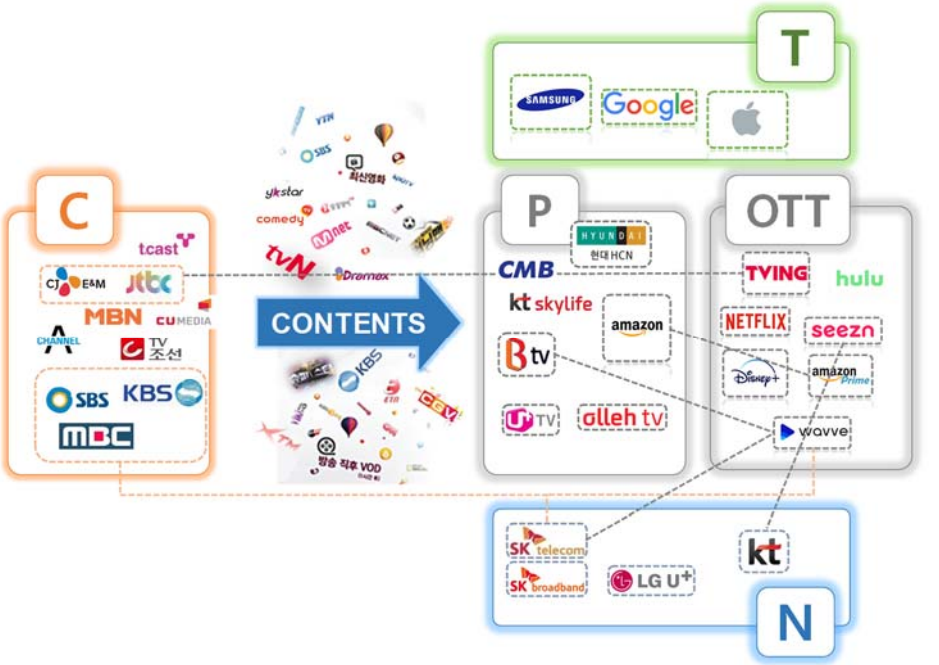
영상 컨텐츠 수요 급증

바야흐로 영상 컨텐츠 전성시대다. 네트워크 고도화와 IT Device의 발전으로 영상 컨텐츠에 대한 접근성이 강화되면서, 기존의 전통 방송을 대체하는 유튜브, 넷플릭스 등 새로운 영상 플랫폼의 파워가 증대되기 시작하였고, 이 과정에서 드라마와 영화로 대표되는 대중 영상 컨텐츠에 대한 수요와 가치는 더욱 상승하고 있다.

미디어 소비패턴의 다변화

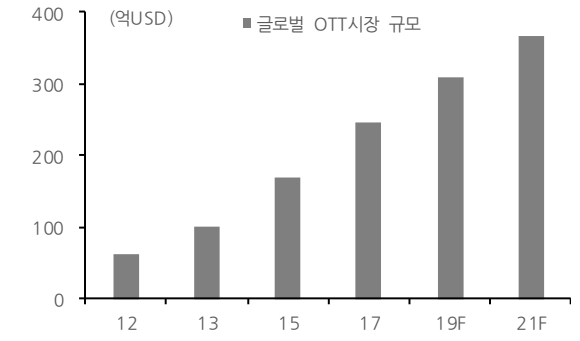
특히 주목할 만한 부분은 소비자들의 미디어 소비 패턴이 크게 변화되고 있다는 점이다. 과거에는 TV 매체를 통해 본방사수, 재방시청 등의 형태로 미디어 컨텐츠를 소비했다면, 최근 들어서는 스마트폰, 태블릿PC 등의 Device를 통해 OTT플랫폼을 이용하거나 VOD를 구매하는 방식으로 미디어 소비패턴이 다변화되고 있는 것이다. 이러한 추세는 연령대가 낮아질수록 더욱 심화되는데, 이는 미디어 소비 패턴이 과거 가구 중심에서 개인 중심으로 변화되고 있다는 것을 의미한다. TV 광고에서 모바일 광고로 수요가 전이되는 현상은 이러한 트래픽 이동현상을 반영하는 것이며, 앞으로도 이러한 추세는 지속될 것으로 전망된다.

〈그림62〉 미디어 플랫폼의 분화와 합종연횡



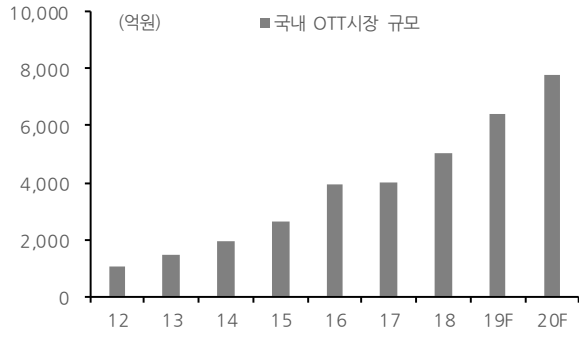
자료 : 현대차증권

<그림63> 글로벌 OTT 시장의 성장



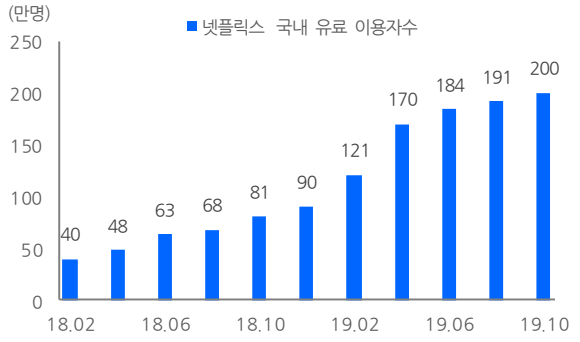
자료 : 방송통신위원회, 현대차증권

<그림64> 국내 OTT 시장의 성장



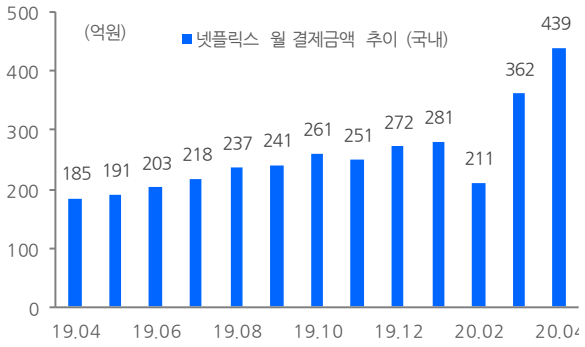
자료 : 방송통신위원회, 현대차증권

<그림65> 국내 넷플릭스 유료 이용자수



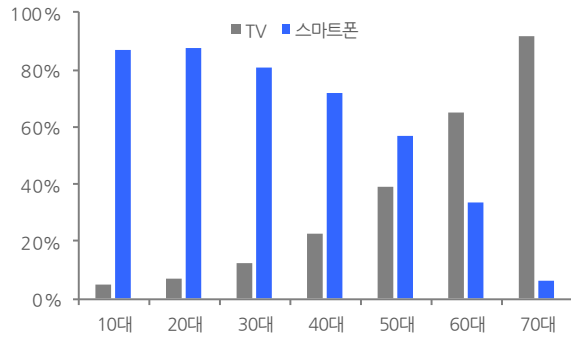
자료 : 와이즈앱, 언론보도, 현대차증권

<그림66> 국내 넷플릭스 월 결제금액



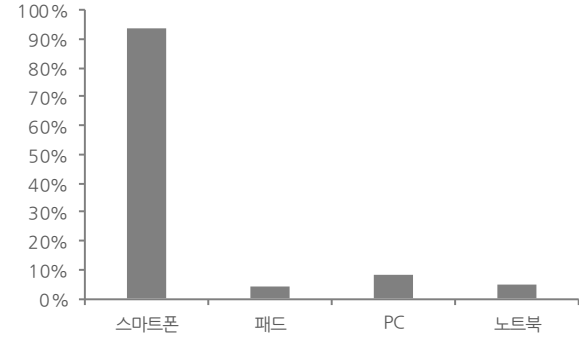
자료 : 와이즈앱, 언론보도, 현대차증권

<그림67> 연령대별 일상 생활 필수 매체 서베이



자료 : 방송통신위원회, 현대차증권

<그림68> 국내 OTT 소비형태



자료 : 방송통신위원회, 현대차증권

세계적인 OTT플랫폼의 득세

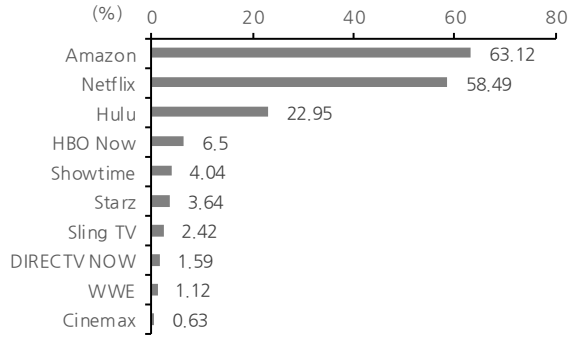
OTT 서비스, 코드커팅의 트리거

OTT(Over The Top)는 인터넷을 통해 영화, 드라마 등 각종 영상 컨텐츠를 볼 수 있는 일종의 TV형 서비스를 뜻한다. 최근 5G 서비스 개시 등 네트워크의 고도화와 각종 스마트 디바이스의 발전으로 코드커팅을 유발하는 주된 트리거로 작용하고 있다.

넷플릭스의 성장 낮은 이용료, 많은 컨텐츠, Covid-19로 더 크게 확산

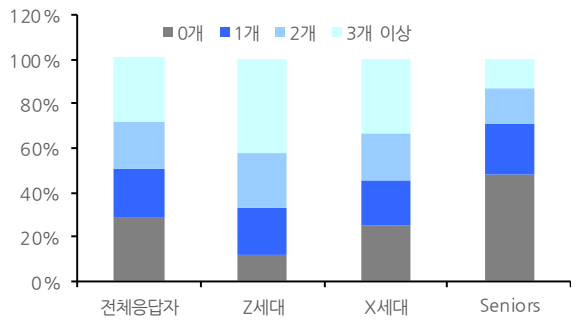
OTT 업체 중 세계적으로 가장 맹위를 떨치고 있는 업체는 넷플릭스이다. 98년 비디오 대여 사업으로 시작한 넷플릭스는 DVD 대여 사업을 거쳐 최근에는 인터넷/온라인을 통해 각종 영상 서비스를 제공하고 영화, 드라마 등의 모든 컨텐츠를 무제한으로 이용할 수 있는 OTT 플레이어로 자리매김하였다. 미국 유료방송 플랫폼 시장은 매우 높은 가격대 (월 USD 80~100)에 형성되어 있었는데, 넷플릭스가 USD 9 ~15 수준의 낮은 가격대로 시장을 공략하였고 가입자를 늘려가며 급속한 코드커팅을 유발하는 트리거로 작용하였다. 최근 Covid-19에 따른 사회적 거리두기 영향으로 가입자 증가세는 더욱 가파라지는 추세를 보이고 있다. 1분기 말 현재 전 세계 넷플릭스 가입자는 1.83억명 수준이며, 미국/캐나다가 6,997만명의 가입자를 보유하고 있다.

<그림69> 미국 OTT 시장 상위 서비스 가입자 규모



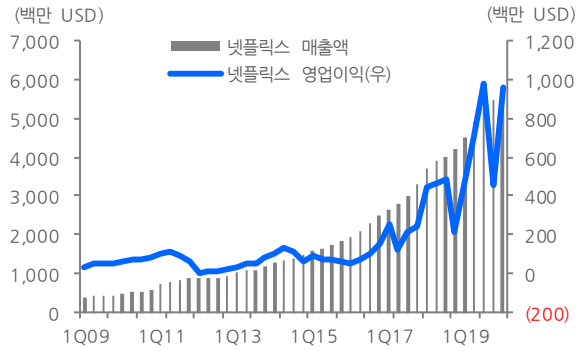
자료 : S&P Global, KISDI 재인용, 현대차증권
주 : 18년 말 기준

<그림70> 미국 가입형 OTT 서비스 이용 개수



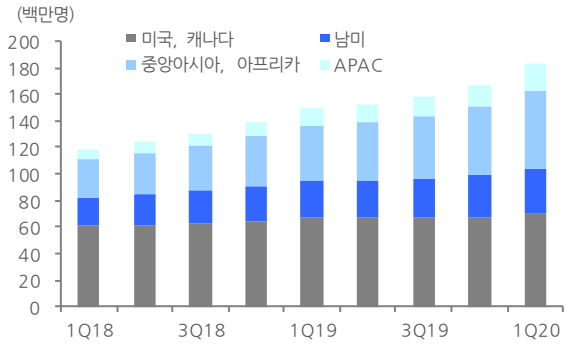
자료 : S&P Global, KISDI 재인용, 현대차증권
주 : 18년 말 기준

<그림71> 넷플릭스의 성장



자료 : 방송통신위원회, 현대차증권

<그림72> 넷플릭스 가입자 추이

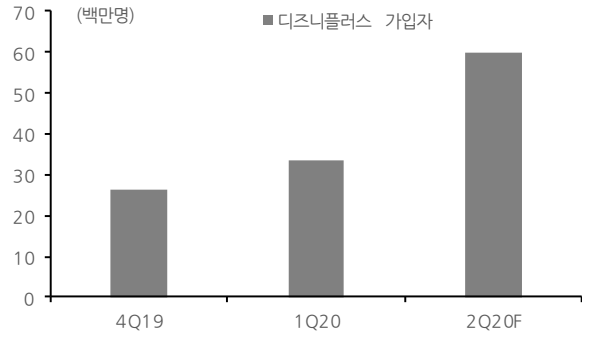


자료 : 넷플릭스, 현대차증권

19년 11월 디즈니 플러스 런칭

넷플릭스의 성공을 바라본 전통의 미디어/컨텐츠 업체들도 OTT 시장 경쟁에 뛰어들기 시작하였다. 전통의 컨텐츠 강호인 디즈니는 19년 11월 디즈니 플러스를 런칭하여 OTT 시장 공략에 박차를 가하고 있다. 넷플릭스가 다양한 루트를 통해 컨텐츠를 소싱하고 오리지널 컨텐츠도 확보하는 전략인데 비해, 디즈니 플러스는 기존의 훌루(디즈니가 대주주)와의 관계를 고려하면 공격적인 컨텐츠 소싱에는 나서지 않을 것으로 보인다. 또한 디즈니 컨텐츠의 넷플릭스향 공급계약은 이후 계약 기간이 만료되는 대로 갱신하지 않을 것으로 보인다. 우선적으로 기존 테마파크가 진출한 나라들을 중심으로 시장 공략에 나서고 있다. 언론 보도를 통해 국내 진출 가능성에 대해 많은 언급들이 이루어지고 있고, 유료방송 플랫폼 및 다양한 컨텐츠 제공업체들과의 접촉에도 나서고 있는 것으로 알려지고 있다. 7,500편 이상의 TV 시리즈물과 500여편 이상의 영화 및 25편 이상의 오리지널 시리즈물 등을 공급하고 있다.

<그림73> 디즈니 플러스 가입자



자료 : 디즈니플러스, 현대차증권

<그림74> 디즈니 브랜드

자료 : 디즈니플러스, 현대차증권

아마존 프라임 비디오

아마존은 과거 쇼핑몰 내에서 부가적으로 영상 스트리밍 서비스를 제공했었다. 아마존 프라임은 해당 서비스를 독립시킨 것으로, 16년부터 글로벌 서비스를 실시하였다. 아직 한국시장에 공식적으로 진출한 것은 아니나, 언론보도를 통해 국내 진입 가능성이 제기되고 있는 상황이다.

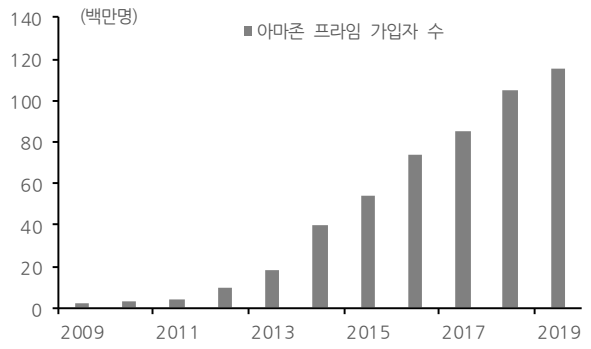
20년 5월 HBO Max 런칭 AT&T와의 번들링 전략

HBO Max는 20년 5월 미국에서 런칭하였다. 통신사업자인 AT&T는 타임워너 합병 이후 사명을 워너미디어로 변경하고, 이번 HBO Max 출시를 통해 AT&T와의 번들링을 주요 전략으로 취하고 있다. 해리포터, 왕좌의 게임, 프렌즈 등 다양한 라이브러리를 보유하고 있는 HBO Max는 USD 14.99의 비교적 높은 가격으로 시장에 진입하였다. 기존에 애플TV내의 HBO 채널 서비스인 HBO Go, 독립형 스트리밍 서비스인 HBO Now 등과의 브랜드 전략을 단일화시키는 작업이 이후 수반될 것으로 보인다.

애플 기기에서만 구동 가능한 애플TV+

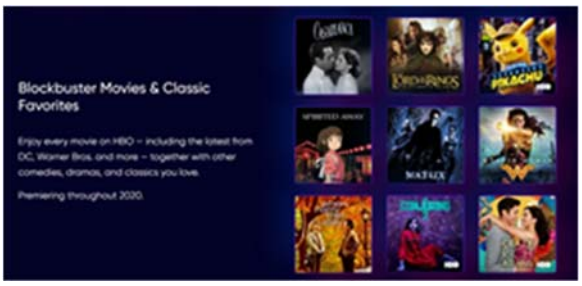
애플은 애플TV에 이어 애플TV+를 19년 11월 출시하였다. 애플 TV+는 애플의 디바이스에서만 구동이 가능한데, 사용자들을 애플만의 자사 생태계로 유입시키기 위한 전략의 일환인 것으로 보인다. 가장 낮은 가격대인 USD 4.99 수준으로 서비스를 제공하는데, 오리지널 컨텐츠 제작에 60억 USD 이상의 투자를 하겠다고 발표하였다.

<그림75> 아마존 프라임 비디오 가입자 추이



자료 : 아마존, 현대차증권

<그림76> HBO Max



자료 : 디즈니플러스, 현대차증권

<표11> 주요 글로벌 OTT 현황

	Netflix	Amazon Prime	Hulu	Disney+	HBO Max
출시일	2007년	2006년	2008년	19년 11월	20년 5월
모기업	Netflix	Amazon	Disney	Disney	AT&T
요금부과방식	월 이용료	월 이용료	월 이용료	월 이용료	월 이용료
이용요금	$8.99/월	$8.99/월	$5.99/월	$6.99/월	$14.99/월
가입자	1.83억명 (2020년 1Q 기준)	1.5억 (2019년 기준)	3천 2백만 (2020년 1Q 기준)	5천만 돌파 (2020년 4월 기준)	-
출시국가	미국	미국	미국	미국	미국
이용국가	중국, 북한, 시리아, 크림반도를 제외한 전 국가	중국, 이란, 북한, 시리아를 제외한 전 국가	미국	미국, 영국 등 19개 국가	미국
주요 컨텐츠 제공	오리지널 컨텐츠 스튜디오드래곤 등	굿와이프, 몽크 등 드라마 연작/영화	디즈니 컨텐츠 (19금 포함)	디즈니, 마블, 픽사	HBO, CNN 등 워너미디어

자료 : 각사, 현대차증권

국산 OTT 플랫폼, 합종연횡을 통한 몸집 키우기

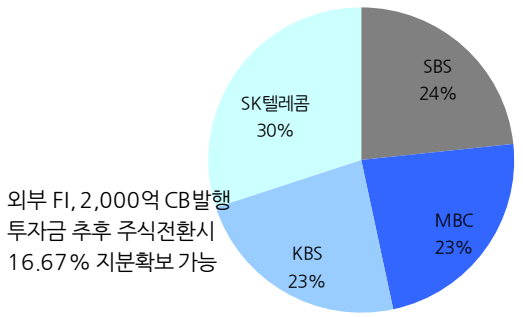
국내 OTT 플레이어들 합종연횡 시작

국내 OTT 서비스들 역시 다양한 서비스와 합종연횡을 거쳐왔다. 대부분의 국내 OTT들은 지상파와 CATV PP들의 실시간 방송을 스트리밍하고, VOD 서비스를 제공하는 방식을 취해왔다. 통신사 주도로 서비스하던 옥수수, 올레티비 모바일 등과 방송사 주도로 서비스되던 POOQ, Tving 등이 주류를 이루었으나, 서비스가 압도적으로 활성화되지 못하고 있던 상황이었다. 18년 넷플릭스가 방대한 미드 라인업과 오리지널 컨텐츠를 무기로 LG유플러스와 제휴하면서 그 영역을 넓혀가자, 국내 OTT 플레이어들의 합종연횡이 시작되었다.

SK텔레콤과 지상파 3사 연합 OTT Wavve

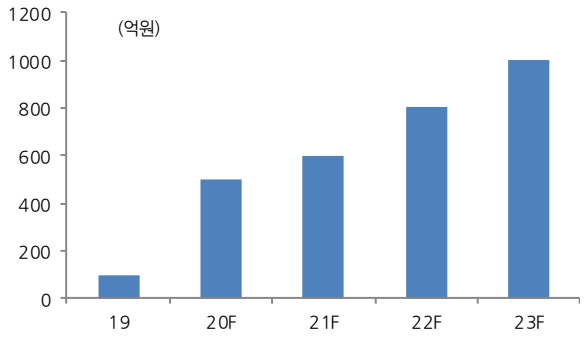
지상파 OTT 서비스였던 POOQ과 SK브로드밴드의 옥수수가 통합하여 탄생한 Wavve가 그 합종연횡의 시작이었다. SK텔레콤이 지분 30%를 보유하고, 나머지 지분을 지상파 3사가 23.3%씩 보유하고 있는데, 지상파 실시간 스트리밍과 VOD 및 일부 오리지널 컨텐츠를 제공하고 있다. 웨이브의 유무료 가입자 수는 약 940만명 수준인 것으로 파악된다. 23년까지 총 3,000억원의 컨텐츠 투자를 실시할 계획이며, 500만명의 유료가입자와 5,000억원의 매출액을 목표로 하고 있다. 최근 Wavve는 지상파 3사의 컨텐츠 뿐만 아니라 TV조선, 채널A, MBN 등 종편 사업자들과도 컨텐츠 공동 제작 계약을 맺고 오리지널 컨텐츠를 제작할 계획이라고 밝혔다. 투자규모는 각사당 50억원 수준이다. 넷플릭스가 우월한 자금력을 기반으로 막강한 컨텐츠 라인업을 선도하고 있는 추세에 대응하기 위한 전략적 선택인 것으로 보인다.

<그림77> Wavve 지분구조



자료 : Wavve, 현대차증권

<그림78> Wavve 오리지널 컨텐츠 투자계획



자료 : 디즈니플러스, 현대차증권

Tving과 jTBC간 제휴 연합 OTT 플랫폼 런칭 계획

CJ ENM의 Tving 역시 jTBC와의 제휴를 통한 몸집 불리기에 나서고 있다. Tving은 오는 8월 사업부문을 물적분할 후 분할 신설회사를 설립할 계획이며, 곧이어 jTBC와 제휴한 연합 OTT 플랫폼을 런칭할 계획이다. K-드라마 열풍의 중심에는 바로 CJ ENM과 jTBC가 있는데, 이 두 채널이 가진 드라마 경쟁력은 최근 들어 오히려 지상파의 경쟁력을 압도하고 있는 상황이다. CJ ENM과 jTBC가 연합한 OTT 플랫폼이 런칭된다면, 넷플릭스, Wavve와 더불어 국내 OTT 시장의 3강 구도를 형성할 수 있을 것으로 전망된다

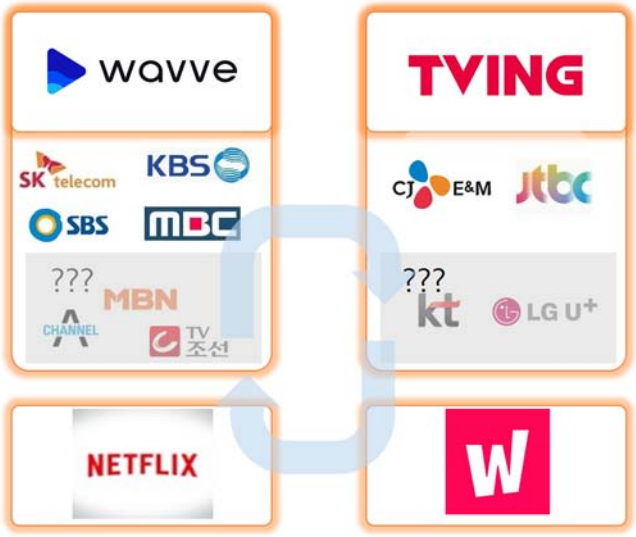
통신사와의 연합 가능성에 주목

일각에서는 Tving과 jTBC의 연합이 KT와 LG유플러스 등과의 제휴로까지 확대될 것으로 전망하고 있다. 올레TV 모바일이라는 브랜드를 버리고 Sezen이라는 브랜드를 런칭한 KT와 U+TV를 서비스하는 LG유플러스의 경우 기존 통신 가입자를 넘어선 외연 확장에 다소 어려움을 겪고 있는 상황이다. 통신사업자들은 부족한 컨텐츠 경쟁력을 확보할 수 있고, 방송사들은 통신사들이 보유하고 있는 가입자들을 활용할 수 있다는 점에서 Win-Win이 기대되는 상황이라 할 수 있다.

국내 OTT 경쟁구도는 4강구도 형성 전망

만약 이러한 제휴가 모두 이루어진다면, 국산 OTT 경쟁구도는 1) SK텔레콤과 지상파 연합인 Wavve VS. 2) KT와 LG유플러스 및 CJ ENM과 jTBC의 연합인 신규 OTT 플랫폼간의 대결로 압축된다. 3) 여기에 기존 외산 플랫폼의 강자 넷플릭스와 4) 토종 OTT인 왓챠까지 더해지면서 국내 OTT 시장 규모는 더욱 활성화될 것으로 예상된다.

<그림79> 국내 OTT 경쟁구도



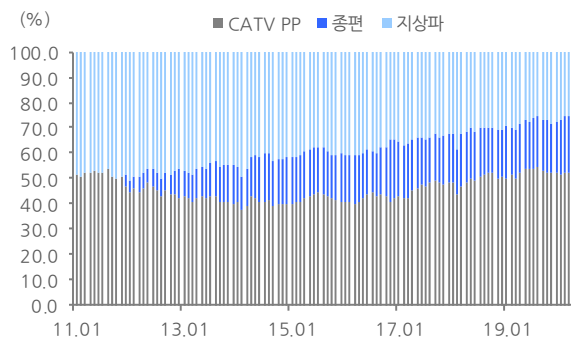
자료 : 현대차증권

<표12> 주요 국내 OTT 현황

	Wavve	Tving	Seezn	왓챠
모기업	SK텔레콤, 지상파 3사	CJ ENM	KT	왓챠피디아
요금부과방식	월 이용료	월 이용료	월 이용료	월 이용료
이용요금	7,900원 (베이직) 10,900원(스탠다드) 13,900원 (프리미엄)	5,900원 (티빙무제한) 12,900원 (무제한 플러스) CJONE 원가 기준	5,500원 (시즌 플레인) 9,900원 (시즌 믹스) 13,200원 (시즌 믹스+)	7,900원 (베이직) 12,900원 (프리미엄)
가입자/MAU	940만 (유무료 통합)	395만 (MAU)	224만 (MAU)	570만
특징	- 지상파 3사의 POOQ과 SK브로드밴드의 옥수수간 합병을 통해 출범 - 최근 종편사업자와 컨텐츠 공급계약 체결	- 8월 물적분할 예정 - jTBC와 합작법인 설립예정 - KT, LGU+ 등 통신사와의 제휴 논의중인 것으로 언론 보도	- KT의 올레TV 모바일을 잇는 새로운 OTT 브랜드 - 통신가입자에게 제공되는 서비스 이상의 엣지를 위해 다각도로 제휴 모색중	- 한국판 넷플릭스로 비유되는 유일의 OTT 전문 업체 - 평점을 활용한 추천기능 탁월하다는 평가

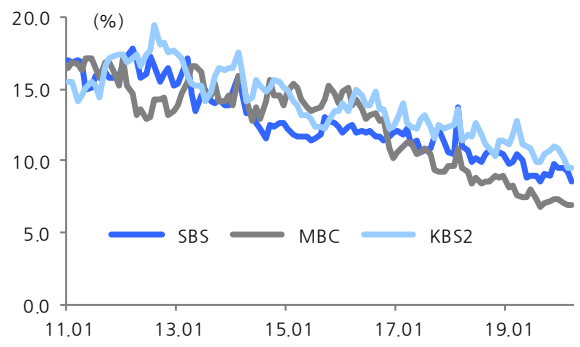
자료 : 각사, 현대차증권

<그림80> 국내 방송매체 시청점유율 추이



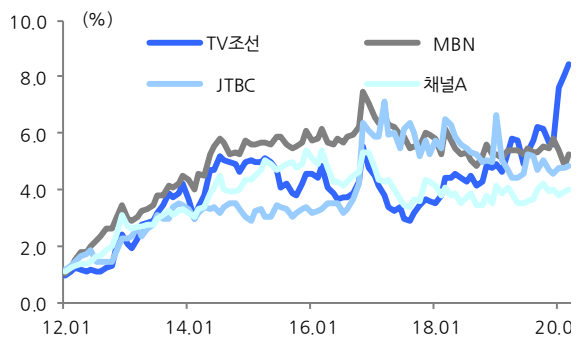
자료 : 닐슨, CJ ENM, 현대차증권

<그림81> 지상파 시청률 추이



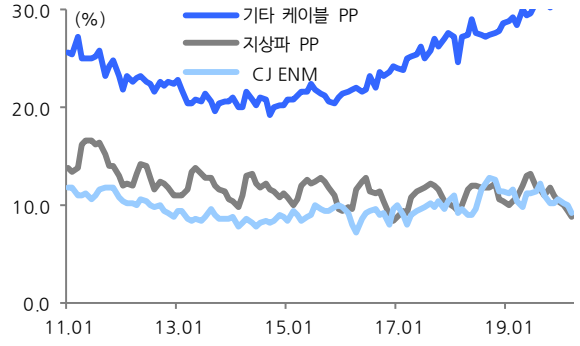
자료 : 닐슨, CJ ENM, 현대차증권

<그림82> 종편 시청률 추이



자료 : 닐슨, CJ ENM, 현대차증권

<그림83> CATV 시청률 추이



자료 : 닐슨, CJ ENM, 현대차증권

국내 OTT, 유료방송 코드커팅 가속화 시킬까?

다만 이러한 합종연횡을 통한 OTT 플랫폼의 발전은 국내 유료방송에 대한 코드커팅을 가속화시킬 가능성이 있다는 점에서 통신사의 딜레마가 상존한다. 자체 IPTV 가입자에 대한 카니발라이제이션 효과를 감수하고서라도 OTT에 진출 또는 제휴를 해야할 필요성이 있는가 하는 의문 또한 제기할 수 있다.

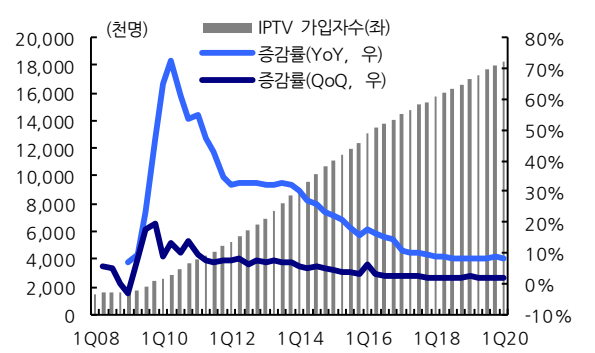
국내 유료방송의 코드커팅은 완만히 진행될 것

그러나 일각의 우려에도 불구하고 국내 유료방송 시장의 코드 커팅 속도는 매우 서서히 진행될 것이며, 오히려 점진적인 코드커팅에 대비하여 실시간 중심의 IPTV와 라이브러리 중심의 OTT를 통한 이중화 전략을 취하는 것이 향후 미디어 시장 대응에 더욱 유효할 것이라고 판단된다. 1) 코드커팅이 강하게 나타난 미국의 경우 기존 유료방송과 신규 OTT 서비스의 월 구독료 차이가 8~10배까지 났던 상황이어서 코드커팅에 대한 유인이 충분했으나, 국내의 경우 그 차이가 약 1.5~2배 정도로 가격차이가 크지 않고, 2) 최근 CATV SO와 IPTV간의 M&A 기조를 감안할 때, 최소한 M&A를 통한 산업 구도개편이 완료되는 시점까지는 유료방송 플랫폼의 가치가 충분하다고 판단할 수 있어, 3) 오히려 국내의 경우 유료방송 플랫폼과 OTT 간의 제휴 형태로 서비스가 제공될 가능성도 배제할 수 없는 상황이라 판단되기 때문이다. 4) 특히 국내 미디어 서비스 제공형태는 초고속인터넷과 집전화가 결합된 유선 TPS 형태로 제공되기 때문에, TV만 커팅하기에는 기술적인 문제가 존재하는 현실적인 이유도 있다.

OTT와 유료방송간 공존/상생의 형태 나타날 것

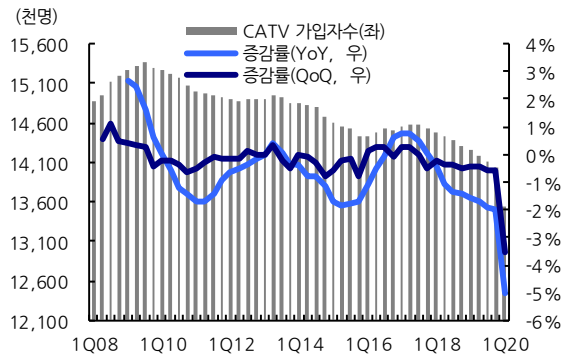
실제로 넷플릭스의 경우 18년부터 LG유플러스와의 제휴를 통해 서비스를 제공하고 확장시킴으로써, 국내 유료방송 플랫폼들과 협업하는 양태를 보인바 있다. 올해 말 독점제휴기간 종료 후에도 다른 통신사들과의 제휴가 가능할 것으로 보인다. KT도 CEO, Day를 통해 외부 OTT 들에 대한 오픈 플랫폼 전략을 제시한 바 있다. 신규 OTT 플랫폼들 역시 통신사와의 제휴 가능성이 열려있는 상황이라고 판단된다.

<그림84> IPTV 가입자 증가



자료 : 각사, 현대차증권

<그림85> CATV SO 가입자 감소



자료 : KTCA, 현대차증권

넷플릭스의 한국 시장 진입과 투자, 드라마 제작사에겐 기회

넷플릭스의 한국 진출과 K-드라마에 대한 투자

넷플릭스는 한국 시장 진출 초기 강력한 컨텐츠 경쟁력으로 미드 매니아들에게 소구하는 한편, LG유플러스와의 협업을 통해 가입자를 늘리는데 주력해 왔었다. 수년 전부터는 한국 컨텐츠에 대한 소싱과 투자를 본격화하기 시작하였다. 오리지널 컨텐츠인 〈옥자〉의 투자를 시작으로, 〈미스터 션샤인〉, 〈킹덤〉, 〈아스달 연대기〉 등의 텐트폴 작품에 대규모의 투자를 단행했고, 주요 작품들에 대한 투자와 라이브러리 확보에 나섰다. 지난 19년 CJ ENM, 스튜디오 드래곤 및 제이콘텐트리와의 드라마 공급 계약이 단행되었는데, 향후 3년간 각사당 약 21편 수준의 컨텐츠 수급과 오리지널 컨텐츠 제작 계약이 완료되었다.

〈표13〉 넷플릭스향 드라마 공급계약

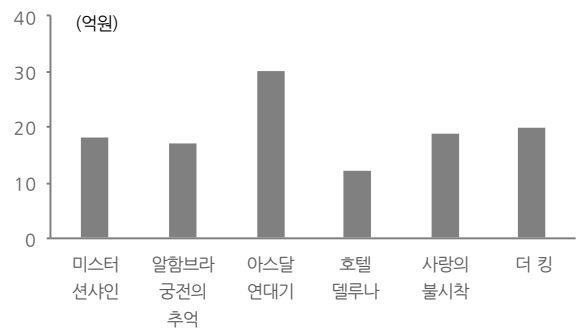
	스튜디오 드래곤	제이콘텐트리
기간	2020년 1월부터 3년간	2020년 5월부터 3년간
작품수	연간 7작품 이상(총 21편)	총 20여편 이상 (수목슬롯 드라마 제공)
내용	오리지날 드라마 제작/공급 구작 드라마 라이브러리 방영권 공급 19년 CJ ENM이 보유한 스튜디오 드래곤 지분 4.99% 인수	오리지날 드라마 제작/공급 수목 드라마 쌍갑포차부터 제공 시작

자료 : 각사, 현대차증권

텐트폴 드라마의 제작 수월해지는 환경 도래

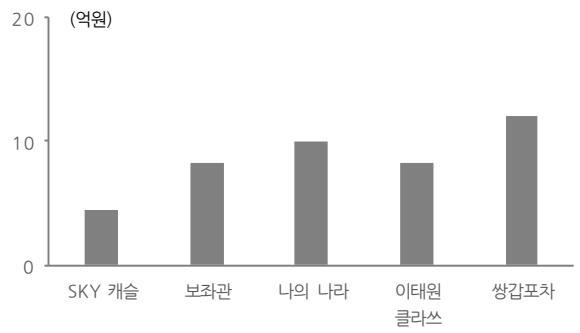
방송사의 리쿱과 2차 판권 및 일부 PPL에만 의존하여 드라마를 제작해오던 국내 제작사들은 넷플릭스의 투자로 인해 텐트폴 작품들에 대한 제작을 원활하게 진행할 수 있게 되었다. 이 과정에서 드라마의 장르가 다양해지고, 블록버스터급 연출과 CG가 가미되면서 K-드라마의 퀄리티 역시 날로 높아지는 추세를 보이고 있다. 특히 K-드라마는 과거 낮은 제작비로 제작되던 〈겨울연가〉, 〈대장금〉 시절부터 흥행력이 입증될 만큼 아시아권에 있어서는 킬러 컨텐츠로 작용해 왔다. K-드라마만이 가지고 있는 풍부한 내러티브에 이러한 기술력과 자금력이 더해지면서, 드라마 컨텐츠의 가치는 더욱 높아지고 있다.

〈그림86〉 스튜디오드래곤 주요 드라마 제작비 추정



자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림87〉 제이콘텐트리 주요 드라마 제작비 추정



자료 : 제이콘텐트리, 현대차증권

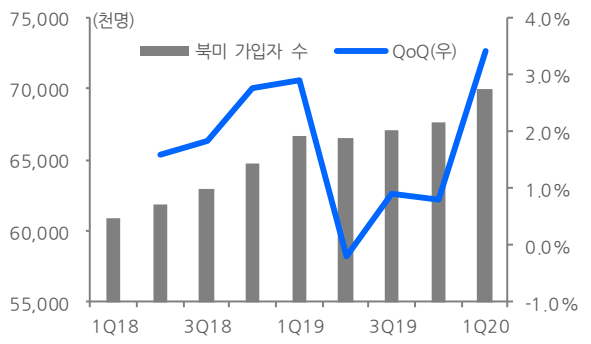
넷플릭스, 북미보다 글로벌 시장 성장세가 더 높아

넷플릭스의 가입자 증가율은 미국/캐나다가 최근 4개 분기 평균 1.2%(QoQ)인데 비해, 유럽/중동/아프리카는 8.5%, 남미가 5.7% 수준이며, 아시아 지역은 무려 13.2%(QoQ) 수준에 달한다. 성장이 정체되고 경쟁이 심화되는 미주지역보다는, 높은 성장성과 가능성을 지닌 글로벌 지역을 대상으로 확장전략을 취하는 것이 보다 효율적일 수 있다.

K-드라마를 통한 글로벌 시장 공략

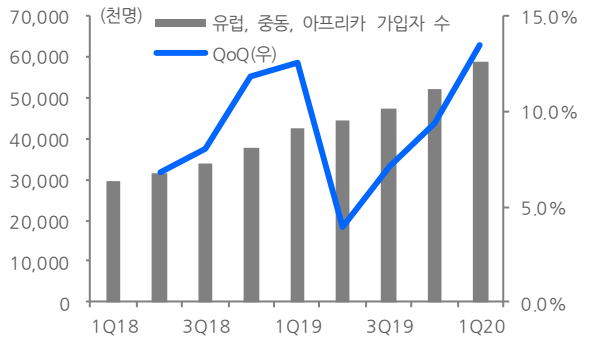
넷플릭스가 K-드라마에 대한 투자를 늘리는 이유는 바로 글로벌 시장 진출 전략에 있어 K-드라마가 매우 유효한 컨텐츠이기 때문이다. 넷플릭스의 2020년 컨텐츠 투자 금액은 약 170억 USD로 전망되는데, 이 중 일부만 K-컨텐츠에 투자하더라도 아시아권 공략에 있어 매우 적절한 효율이 예상되기 때문이다. 실제 아시아권에서의 K-드라마에 대한 수요도는 매우 높은 상황이며, 시기에 따른 차이가 있으나 Top10 컨텐츠 중 약 2~3개 정도의 K-드라마가 항상 랭크되어 있다. 〈사랑의 불시착〉과 〈이태원 클라쓰〉가 일본에서 인기를 끌고 있는 가운데, 동남아 지역에서도 〈킹덤〉, 〈더 킹: 영원의 군주〉, 〈쌍갑포차〉 등이 순위권에 머무르고 있다. 아시아권 뿐만 아니라 미주와 유럽에서도 K-드라마에 대한 수요는 높아지고 있는데, 〈기생충〉의 아카데미상 수상과 〈호텔 델루나〉 등의 리메이크 버전 제작 등은 그 예라고 할 수 있겠다.

〈그림88〉 넷플릭스 북미 가입자 추이



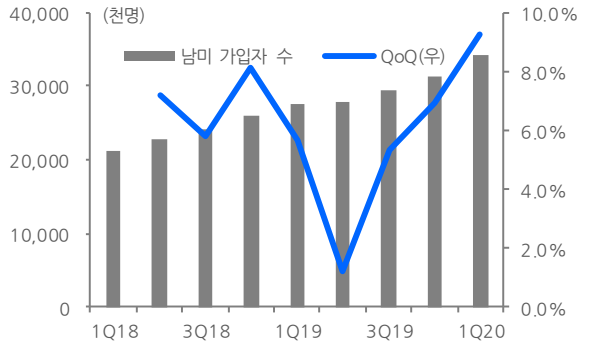
자료 : 넷플릭스, 현대차증권

〈그림89〉 넷플릭스 유럽/중동/아프리카 가입자 추이



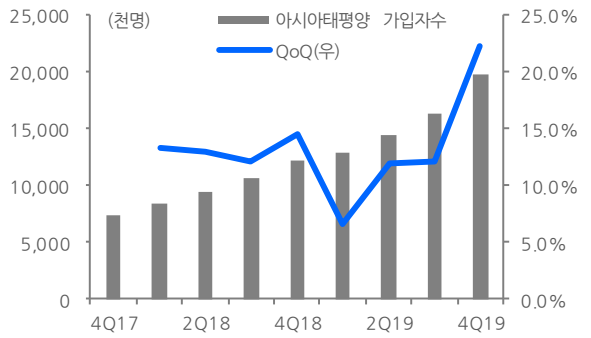
자료 : 넷플릭스, 현대차증권

〈그림90〉 넷플릭스 남미 가입자 추이



자료 : 넷플릭스, 현대차증권

〈그림91〉 넷플릭스 아시아태평양 가입자 추이



자료 : 넷플릭스, 현대차증권

넷플릭스 오리지널 컨텐츠 확대

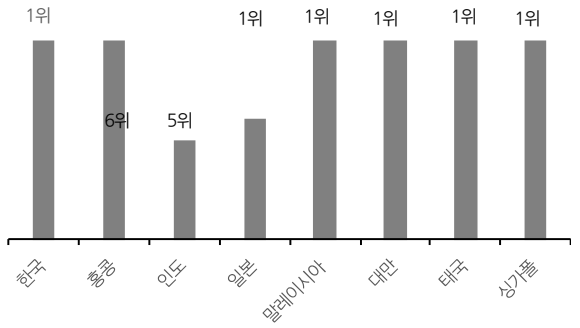
이러한 추세가 반영되며 국내의 넷플릭스향 동시방영 및 오리지널 드라마 수는 17년 4편에서 20년에는 25편 이상으로 확대될 전망이다. 넷플릭스의 리쿱율 역시 기존 40~60% 수준에서 50~70% 수준까지 확대되고 있는 추세이다. 넷플릭스의 비영어권 국가들, 특히 아시아권에 대한 공략이 강화되는 추세임을 감안하면, 향후에도 K-드라마에 대한 투자규모는 더욱 확대될 것으로 전망된다. 디즈니 플러스, 애플TV+, HBO Max, Peacock 등 후발 OTT 사업자들의 국내 진출 역시 넷플릭스와 유사한 전략과 방향대로 진행될 가능성이 높아 보인다.

〈표14〉 넷플릭스 한국 주요 오리지널 컨텐츠

연도	작품	제작	구분
2017	옥자	플랜B 엔터테인먼트/봉준호	영화
2018	범인은 바로 너	컴퍼니 상상	예능
	유병재: B의 농담	YG엔터테인먼트	예능
2019	킹덤 시즌 1, 2	에이스토리	드라마
	첫사랑은 처음이라서 시즌 1,2	에이스토리	드라마
	좋아하면 울리는	스튜디오드래곤	드라마
2020	나홀로 그대	스튜디오드래곤	드라마
	인간수업	스튜디오329	드라마
	보건교사 안은영	키이스트	드라마
	헬바운드	레진스튜디오	드라마
	지금우리 학교는	필름몬스터 (jTBC 스튜디오)	영화

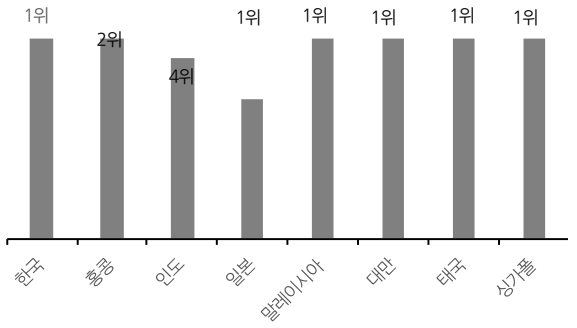
자료 : 현대차증권

〈그림92〉 국가별 넷플릭스 흥행 : 더 킹 영원의 군주



자료 : flixpatrol, 현대차증권
주 : 6월 3주차 기준

〈그림93〉 국가별 넷플릭스 흥행 : 사이코지만 괜찮아



자료 : flixpatrol, 현대차증권
주 : 7월 2주차 기준

드라마 제작비의 상승과 리쿱, 그리고 텐트폴 드라마들의 성공사례

드라마 제작비 상승 기조

과거에는 드라마 제작비의 대부분을 해당 방송국을 통해 받는 리쿱으로 충당하였다. 편당 제작비가 약 2~4억원 수준이던 시절 기준, 방송국을 통한 리쿱은 전체 제작비의 최대 60~70% 수준 정도만 커버되었고, 나머지는 일부 2차 판권 판매와 수출, VOD 및 PPL 등을 통해 충당하는 구조를 가졌다. 10여년전 2~4억원 수준이던 편당 드라마 제작비는 최근 들어 일반 드라마들이 편당 6~8억원, 텐트폴 대작 드라마들은 편당 20억원 내외로 까지 상승하였다. 이는 1) 다양화된 매체와 높아진 시청자의 눈높이에 따라 요구되는 스토리 라인이나 비주얼 퀄리티가 높아졌고, 2) 이를 만족시키기 위한 해외 로케이션, CG 등이 적용된 작품들이 생겨났으며, 3) K-드라마의 성과들이 속속 나타나기 시작하면서 스타 작가군과 한류 스타들에 지급되는 비용이 증가하고 있기 때문이다.

넷플릭스로부터의 리쿱은 텐트폴 드라마 제작의 기폭제

높아진 드라마 제작비를 충당하기 위해서는 소위 2차 판권이라 불리우는 경로들이 다양화되고 대형화되어야 한다. 즉, One Source Multi Use가 가능해야 하는 것이다. 이러한 니즈를 적시에 반영하게 된 것이 바로 전술한 넷플릭스의 한국 드라마에 대한 투자이다. 넷플릭스의 드라마 투자가 본격화되면서, 드라마 제작사들은 방송국 편성을 통해 받는 제작비 보전 외에도, 그에 상당하는 규모의 제작비 리쿱을 넷플릭스와 같은 OTT 사업자들을 통해 받을 수 있게 된 것이다. 실제 18년 편당 제작비가 약 18억원 수준인 것으로 알려진 〈미스터 션샤인〉이 넷플릭스와의 판매 계약을 통해 초대형 텐트폴 드라마의 서막을 열었다. 이후 편당 제작비가 30억 수준을 넘어서는 것으로 알려진 〈킹덤〉은 넷플릭스 오리지널 작품이며, 〈아스달 연대기〉는 넷플릭스의 동시방영을 조건으로 제작비를 지원받았다.

〈그림94〉 드라마 수익구조

자료 : 현대차증권

텐트폴 드라마의 수익성 확보

스타작가와 한류 배우들의 결합으로 탄생한 텐트폴 드라마들의 경우 OTT 플랫폼의 리쿱으로 인해 수익이 보전되는 효과가 있어, 드라마 자체적으로는 일정 수준의 수익성이 확보된 상태로 진행되는 수익구조를 갖는다. 단 방송사업자 입장에서는 해당 드라마가 시청률이나 화제성 측면에서 성공을 거두어야 연결된 광고수익을 통해 이익을 창출할 수 있다. 흥행성과에 따른 리스크가 방송사업자에게 지워지는 것이다. 최근 종영한 〈더 킹 : 영원의 군주〉의 경우, 넷플릭스의 제작비 리쿱을 통해 스튜디오드래곤에게는 이익 기여가 된 반면, SBS의 경우 다소 부진한 시청률로 인해 기대했던 만큼의 광고수익을 가져다 주지 못한 것이 실 예이다.

텐트폴 드라마의 수익성 확보

언택트 소비문화의 확산과 OTT 플랫폼의 득세 등에 따른 영상 컨텐츠에 대한 수요 증가는 한국 드라마와 영화들에 대한 수요 증가로 이어지며, 영상 컨텐츠 산업 활성화를 주도하는 요인으로 작용할 것이다. K-드라마의 가능성은 앞으로도 무궁무진할 것으로 판단되며, 향후 국내는 물론 아시아를 넘어 미주/유럽까지 진출하는 킬러 컨텐츠로 자리매김할 가능성 또한 매우 높은 것으로 판단된다. 드라마 제작사들의 수익성 역시 더욱 탄탄해질 것이다.

〈표15〉 스튜디오 드래곤 드라마 라인업

연도	작품	극본	연출	주연	시청률 (평균)	시청률 (최고)
2019	알함브라 궁전의 추억	송재정	안길호	현빈, 박신혜	8.2	9.7
	왕이 된 남자	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영	8.1	10.5
	로맨스는 별책부록	정현정	이정효	이종석, 이나영	5.0	6.4
	진심이 닿다	이명숙, 최보림	박준화	이동욱, 유인나	4.5	4.6
	사이코메트리 그녀석	양진아	김병수	진영, 신예은	2.3	2.7
	자백	임희철	김철규	이준호, 유재명	4.6	6.1
	그녀의 사생활	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱	2.6	3.0
	어비스	문수연	유제원	박보영, 안효섭	2.6	3.7
	아스달 연대기	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	6.4	7.5
	검색어를 입력하세요 WWW	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용	3.4	4.1
	60일, 지정생존자	김태희	유종선	지진희, 허준호, 김규리	4.4	6.0
	호텔 델루나	홍정은, 홍미란	오충환	이지은, 여진구	8.7	11.7
	위대한 쇼	설준석	신용휘	송승헌, 이선빈	2.5	3.2
	청일전자 미쓰리	박정화, 김묘진	한동화	이혜리, 김상경	2.8	3.8
	날 녹여주오	백미경	신우철	지창욱, 원진아	2.1	3.1
	유령을 잡아라	소원, 이영주	신윤섭	문근영, 김선호	2.8	4.1
	싸이코패스 다이어리	류용재	이종재	윤시윤, 정인선	2.1	2.9
	빙의	박희강	최도훈	송새벽, 고준희	1.8	2.6
	킬잇	손현수, 최명진	남성우	장기용, 나나	1.7	2.7
	구해줘2	서주연	이권	이솜, 엄태구, 천호진	2.1	3.5
	보이스3	마진원	남기훈	이하나, 이진욱	4.1	5.3
	왓쳐	한상운	안길호	한석규, 김현주, 서강준	4.4	6.4
	미스터 기간제	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	3.2	4.7
	달리는 조사관	백정철	김용수	이요원, 최귀화	0.9	1.3
	모두의 거짓말	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이유영	1.4	2.1
	봄밤 (MBC)	김은	안판석	정해인, 한지민	5.9	8.7
	의사요한 (SBS)	김지운	조수원	지성, 이세영	8.3	11.8
	좋아하면 울리는 (Netflix)	이아연, 서보라	이나정	김소현, 송강, 정가람	-	-
2020	사랑의 불시착	박지은	이정효	현빈, 손예진	11.9	21.2
	블랙독	박주연	황준혁	라미란, 서현진	4.4	5.4
	머니게임	이영미	김상호	이성민, 고수, 심은경	1.9	3.4
	방법	연상호	김용완	성동일, 엄지원	4.1	6.6
	하이바이, 마마!	권혜주	유제원	김태희, 이규형	5.3	6.4
	메모리스트	안도하, 황하나	김휘	유승호, 이세영	2.8	3.4
	반의 반	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	1.4	2.4
	화양연화 (on-air)	전희영	손정현	유지태, 이보영	4.8	5.3
	본 대로 말하라	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 최수영, 진서연	2.8	4.3
	루갈 (on-air)	도현	강철우	최진혁, 박성웅	2.4	3.8
	나 홀로 그대 (Netflix)	류용재	이상엽	윤현민, 고성희	-	-
	한 번 다녀왔습니다 (KBS)	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	26.3	29.7
	더 킹 : 영원의 군주 (SBS)	김은숙	백상훈	이민호, 김고은	8.7	10.0

자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈표16〉 제이콘텐트리 드라마 라인업

연도	작품	극본	연출	주연	시청률 (평균)	시청률 (최고)
2018	미스티	제인	모완일	김남주, 지진희	6.4	8.5
	으라차차 와이키키	김기호	이창민	이이경, 정인선	1.8	2.2
	밥 잘 사주는 예쁜 누나	김은	안판석	손예진, 정혜인	5.5	7.3
	미스 함무라비	문유석	곽정환	고아라, 김명수	4.4	5.3
	스케치	강현성	임태우	정지훈, 이선빈	2.8	3.7
	라이프	이수연	홍종찬, 임현욱	이동욱, 조승우	4.8	5.6
	내 아이디는 강남미인	최수영	최성범	차은우, 임수향	4.3	5.8
	제3의 매력	박희권, 박은영	표민수	서강준, 이영재	2.6	3.4
	뷰티인사이드	임메아리	송현욱, 남기훈	이민기, 서현진	4.2	5.3
	SKY 캐슬	유현미	조현탁	염정아, 정준호	12.5	23.8
	일단 뜨겁게 청소하라	한희정	노종찬	윤균상, 김유정	2.8	3.6
2019	리갈하이	박성진	김정현, 김상호	진구, 서은수	2.5	3.3
	눈이 부시게	이남규, 김수진	김석윤	김혜자, 한지민	6.3	9.7
	으라차차 와이키키 시즌2	김기호	이창민	이이경, 김선호	1.6	2.1
	아름다운 세상	김지우	박찬홍	박희순, 추자현	3.8	5.8
	바람이 분다	황주하	정정화, 김보경	감우성, 김하늘	4.0	5.7
	보좌관-세상을 움직이는 사람들	이대일	곽정환	이정재, 신민아	4.5	5.3
	열여덟의 순간	윤경아	심나연	옹성우, 김향기	3.4	3.9
	멜로가 체질	이병헌, 김영영	이병헌, 김혜영	천우희, 안재홍	1.5	1.8
	조선혼담공작소 꽃파당	김이랑	김가람, 임현욱	김민재, 공승연	3.3	4.3
	나의 나라	채승대, 윤희정	김진원	양세종, 김설현	4.3	5.0
	보좌관2	이대일	곽정환	이정재, 신민아	4.3	5.3
	초콜릿	이경희	이형민	윤계상, 하지원	4.2	4.6
	검사내전	이현, 서자연	이태곤	이선균, 정려원	3.8	5.0
2020	이태원 클라쓰	광진	김성윤, 강민구	박서준, 김다미	11.8	16.5
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	한가람	한지승, 장지연	박민영, 서강준	2.3	2.7
	부부의 세계	주현	모완일	김희애, 박해준	18.8	28.4
	쌍갑포차	하윤아	전창근	황정음, 육성재	2.9	3.7
	우리 사랑했을까	이승진	김도형	송지효, 손호준	2.1	2.2
	모범형사	최진원	조남국	손현주, 장승조	4.2	4.8
	우아한 친구들	박효연, 김경선	송현욱, 박소연	유준상, 송윤아	3.0	3.2

자료 : 제이콘텐트리, 현대차증권

중국, 추가 성장 모멘텀이 될 것인가?

2016년부터 이어진 중국향 한국 컨텐츠 수출 제한

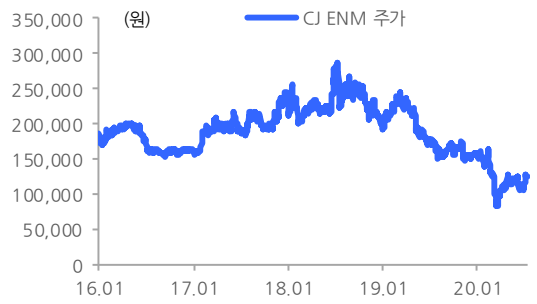
2016년 7월 이후 한한령으로 수출 막힘

2016년 7월 정부가 사드배치를 공식화한 이 후 한국 컨텐츠의 수출 길은 일제히 막혔다. 한국의 사드 배치를 이유로 시작된 중국의 '한한령'으로 국내 컨텐츠 업계는 중국향 컨텐츠 수출에 매우 어려움을 겪고 있다. 한한령은 중국 내에서 한국 컨텐츠 및 제품의 판매를 금지하는 제재로, 2016년 한국의 사드 배치가 확정된 것에 대한 보복 조치이다.

한한령이 완화된다면 컨텐츠 업체에는 또 하나의 성장 기회가 될 것

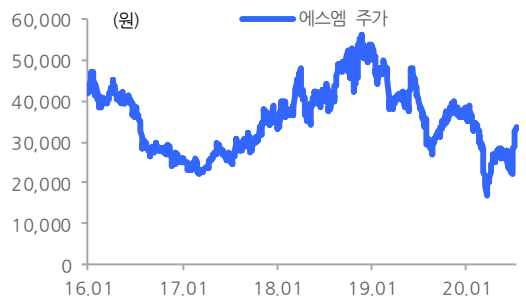
사드 배치 이후 중국 정부가 위성 TV, 인터넷 방송 등에서 국내 드라마와 영화, 예능의 방영 중단을 결정하고, 게임의 신규 판호 발급도 중단했다. 그에 따라 국내 대표되는 컨텐츠 업체들의 주가 하락이 이어졌고, 일부 업체는 현재까지도 이전 주가 수준을 회복하지 못하고 있다. 그만큼, 컨텐츠 업체에 있어 중국 시장이 갖는 의미는 굉장히 크다. 이후, 수출 지역 다변화를 통해 중국향 수출을 만회하고 있지만, 가장 큰 시장인 중국으로의 수출이 다시 열린다면 컨텐츠 업체에게는 또 하나의 성장 기회가 될 것으로 예상된다.

<그림95> CJ ENM 주가 추이



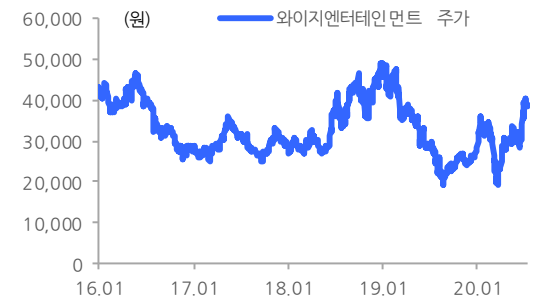
자료 : Fnguide, 현대차증권

<그림96> 에스엠 주가 추이



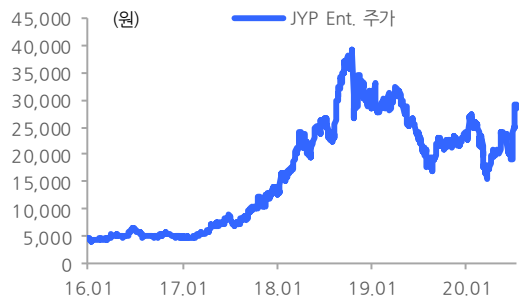
자료 : Fnguide, 현대차증권

<그림97> 와이지엔터테인먼트 주가추이



자료 : Fnguide, 현대차증권

<그림98> JYP Ent. 주가 추이(상대적 중국 익스포져↓)



자료 : Fnguide, 현대차증권

올해들어 한한령 완화에 대한 움직임은 지속 감지되고 있음

한한령은 올해로 시행된지 4년차가 됐다. 아직까지 한한령 완화에 대한 기대를 하기엔 섣부른 시점이나, 한한령 완화에 대한 움직임은 지속적으로 감지되고 있는 것으로 파악된다. 1) 정치적으로 우호적인 상황이 지속되고 있는 것으로 파악되고, 2) 아직 일부분이지만 2017~2019년 까지는 기대할 수 없었던 컨텐츠와 관광에 대한 수요가 발생하고 있는 것으로 보인다.

작년 12월 한중 정상회담에서 긍정적인 분위기

작년 12월 한중 정상회담에서 양국 간의 긍정적인 분위기가 보이면서 기대감이 일기 시작했다. 문재인 대통령은 '2021년은 한국 방문의 해이고 2022년은 중국 방문의 해이자 양국 수교 30주년'이라며 '2022년을 한중 문화관광 교류의 해로 지정하고 내년부터 인적·문화 교류를 더 촉진하자'고 제안하고 시진핑 주석은 '행사를 하겠다고' 했다. 또한, 시진핑 주석이 2020년 상반기 방한할 것이라고 청와대가 발표하며 이러한 기대감에 힘을 더했다.

시진핑 방한은 '커다란 사변'이 될 것

또한, 싱하이밍 주한 중국 대사는 5월 인터뷰를 통해, '시진핑 주석의 한국 방문 뒤 한중 관계는 폭발적으로, 폭발적으로 성장, 발전할 것 입니다'라고 언급했다. 또한, '시 주석의 방한은 '커다란 사변'이 될 것' 이라며 말했다. '커다란 사변'이라는 표현과 '폭발적으로'를 2번이나 거듭 강조한 것은 이전 중국 정부의 입장과는 사뭇 다른 표현으로 보여진다. 시진핑 방한시기에 대한 예측은 어려우나, 관계 개선 움직임이 포착되고 있는 것만은 분명하다.

〈그림99〉 중국 내 지드래곤 모델 옥외광고판

자료 : 언론자료, 현대차증권

〈그림100〉 유쿠에 한국 드라마 카테고리 부활

자료 : YOUKU, 현대차증권

지드래곤, 리사 중국 광고 모델로 등장

지난 5월 지드래곤이 중국 유명기업 눙푸산취안의 음료 브랜드 차파이의 광고 모델로 등장했다. 중국 주요 지하철역에 광고가 게시됐고, 대대적으로 옥외광고도 진행됐다. 중국 광고에 국내 연예인이 등장한 것은 한한령이 시작된 이후 이례적인 일이다. 이후 블랙핑크의 리사도 중국 내 광고 모델이 됐다.

중국 유쿠에 한국 컨텐츠 카테고리 복원

또한, 4월에는 중국의 유튜브로 불리는 유쿠에 예전에 제작한 한국 컨텐츠가 복원됐다. 한한령 이후 일본 드라마만 제공돼 왔는데, '응답하라 1994', '주군의 태양', '돌아와요 아저씨' 등 과거 인기 드라마가 대거 업로드 됐다. 물론, 해당 드라마는 대부분 불법 링크로 연결돼 있어, 실제로 국내 제작사에 수익이 되지는 않지만 중국 인기 플랫폼에 신규 카테고리로 신설되어 한국 드라마가 업로드 된 점 역시 이례적인 일이다.

중국 씨트립 한국관광상품 판매

한국관광공사는 '개인, 단일상품 판매로 단체여행 한한령 해제와 무관'하다고 밝혔으나, 중국의 대표 여행기업 트립닷컴그룹의 온라인 여행사 씨트립은 7월 1일 라이브 커머스 '슈퍼보스 라이브쇼'를 통해 한국 관광상품을 판매했다. 트립닷컴의 공동 창업자 중 한 명인 량젠쟝 회장이 직접 출연하여 해외 목적지 상품이 방송되는 것은 이번이 처음이다. 한국관광공사는 '한한령은 단체 여행객 상대의 패키지 상품을 겨냥한 것'이라며 '이번 쇼는 개인에게 호텔과 관광시설 등 단일여행 상품을 판매하는 것으로 한한령과는 전혀 관계가 없다'고 말했다. 이처럼, 아직 한한령 완화에 대한 기대감을 갖기는 이른 시점이나, 한한령이 완화가 될 경우 이에 맞는 전략을 세울 시점은 도래했다고 판단한다.

한한령 해제 순서는 영상 컨텐츠 후 게임이 될 것을 전망

동사는 한한령 완화의 순서로 드라마와 같은 방송 컨텐츠 제한이 먼저 완화되고 이후 게임에 대한 외자 판호 발급이 발생할 것으로 전망한다.

최근 아이치이는 한국 드라마의 글로벌 판권을 구매

최근 중국의 OTT 플랫폼 아이치이는 '편의점 샛별이'와 '저녁 같이 드실래요'의 글로벌 판권을 구매해 중국을 제외한 국가에서 동시 방영에 돌입했다. 한국드라마가 인기있는 아시아권을 공략하기 위한 계약이지만, 중국 기업의 한국 드라마 구매가 시작됐다는 점에서 방송 컨텐츠에 대한 한한령 완화가 보다 먼저 발생할 수 있을 것으로 보인다.

게임은 중국 내 규제 강화로 판호 발급이 지연될 것

반면에, 게임의 경우 중국 기업을 통해 우회적으로 판호를 발급받는 부분은 일부 발생하고 있으나 최근 4월에도 중국 내에서 강력한 게임 규제가 도입되는 등 중국 내 게임에 대한 규제가 점점 심화되고 있다는 점에서 외자 판호 발급은 한한령 완화에 있어 가장 마지막 수순이 될 것으로 판단한다.

〈그림101〉 씨트립 한국관광상품 라이브 커머스

자료 : 씨트립, 현대차증권

〈표17〉 커버리지 기업 중국 판호 대기 기대작

기업	게임명	중국 퍼블리셔
엔씨소프트	리니지 레드나이츠	알파게임즈
펄어비스	검은사막 온라인	스네일게임즈
넷마블	리니지 2 레볼루션	텐센트
	블레이드앤소울 레볼루션	텐센트

자료 : 각사 자료, 현대차증권

Company Report
2020. 07. 20

NAVER (035420)

BUY
TP 330,000원

실제 지표로 확인되는 성장성

Analyst 최진성
02-3787-2559 jschoi@hmsec.com

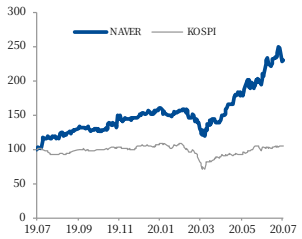
현재주가 (7/17)	276,000원
상승여력	19.6%
시가총액	453,367억원
발행주식수	164,263천주
자본금/액면가	165억원/100원
52주 최고가/최저가	299,000원/119,000원
일평균 거래대금 (60일)	2,869억원
외국인지분율	55.11%
주요주주	국민연금공단 12.84%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.0	54.2	44.5
상대주가(%p)	7.0	34.1	47.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	4,551	5,284	230,000
After	4,296	5,224	330,000
Consensus	5,892	6,689	326,727
Cons. 차이	-27.1%	-21.9%	1.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- NAVER의 커버리지를 개시하며, 투자의견 BUY와 목표주가 330,000원 제시. 2020년 동사는 견조한 본업의 성장과 더불어 신사업이 지속적을 결실을 맺는 한 해가 될 것
- 동사의 최우선 전략은 포인트와 커머스를 통한 생태계 확장. 커머스를 기점으로 멤버십, 파이낸셜 등의 시너지를 통해 커머스의 경쟁력을 강화시킬 것으로 예상. Covid-19로 인해 언택트 소비가 증가하면서 그 효과는 더욱 증폭되고 있음
- Covid-19 이전 3개월과 이후 3개월 월평균을 비교해보면 신규 스마트스토어 창업 수는 2.2만에서 3.3만으로 45%가 증가했고, 월 1억 이상 매출을 기록하는 스마트스토어 수는 40% 증가, 전체 구매자 수는 32%, 신규 구매자 수는 20% 증가. 또한, 신규 스마트 스토어 개설 연령도 20대와 50대가 가장 크게 증가해 전 연령을 통틀어 다양하게 성장 중
- 하반기부터는 금융서비스 커버리지 확대도 본격화 될 것으로 전망. 최근 미래에셋 케피탈의 대출심사 업무 대리인으로 선정돼 소상공인 대상 SME 대출서비스를 준비 중이고, 자산관리 서비스에 신용정보조회 서비스를 더해 마이데이터 사업도 준비 중. 향후 사용자 맞춤 금융상품 추천, 투자자문, 개인자산관리까지 서비스 확대될 것으로 예상
- 웹툰도 지배 구조 개편을 통해 글로벌 진출을 보다 가속화할 것으로 전망. 5월에 글로벌 MAU 6,400만명을 달성했고, 연내 7,000만까지 이용자를 확대하고 거래액은 8,000억원까지 확대하는 것을 목표로 함

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액은 1조 8,312억원(+12.3% YoY, +5.7% QoQ), 영업이익은 2,213억원(+72.5% YoY, -0.1% QoQ)로 컨센서스 부합할 전망
- Covid-19의 영향으로 광고 매출 성장률은 전분기 대비 다소 더딜 것으로 전망되나, 커머스와 페이의 고 성장이 이를 상쇄할 것으로 예상

주가전망 및 Valuation

- Covid-19에 따른 언택트 수혜주로 주가는 단기 고성장 중. 본업 성장과 더불어 자회사의 가치 상승이 지속되고 있음. 데이터의 중요성 증가로 글로벌 Peer들의 가치도 동반 상승 중인 상황. 지속적인 가치 상승 기대. 투자의견 BUY와 목표주가 330,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	55,869	9,425	6,488	12,036	3,937	-16.1	31.0	3.8	14.9	13.0	0.3
2019	65,934	7,101	5,831	12,081	3,538	-10.1	52.7	5.3	23.9	10.6	0.2
2020F	74,059	9,671	7,061	9,671	4,296	21.4	63.5	6.3	45.8	10.9	0.1
2021F	82,622	12,167	8,581	12,167	5,224	21.6	52.3	5.7	35.7	11.4	0.1
2022F	91,049	14,993	10,617	14,993	6,463	23.7	42.2	5.0	28.2	12.6	0.1

** K-IFRS 연결 기준*

투자포인트

커머스를 중심으로 한 생태계 확장

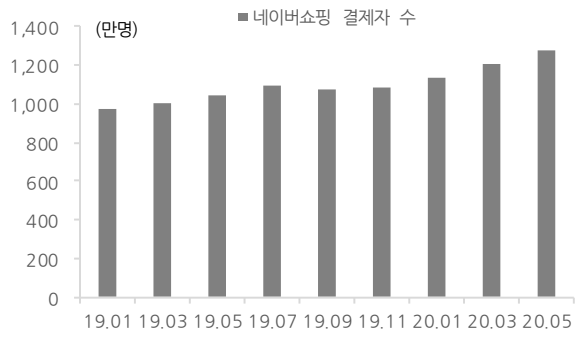
커머스를 중심으로 하는 생태계 확장 전략

네이버 쇼핑의 5월 결제자수는 1,280만명으로 올해 1월 대비 약 +13% 증가했다. Covid-19로 언택트 소비가 확산되면서 빠르게 성장하고 있다. 판매자의 성장이 곧 이용자 확대로 연결될 수 있는데, 신규 스마트 스토어 창업 수가 Covid-19 전 3개월 월평균 수치 대비 이후 3개월 월평균 수치가 45% 증가하면서 신규 창업이 확산되고 있다. 특히, 20대와 50대의 신규 창업 확장세가 두드러지면서 전 연령층이 스마트 스토어에 침투하고 있다. 월 판매액 1억 이상 기록하는 스마트스토어의 숫자도 Covid-19 이후가 이전 대비 40% 증가하면서 신규 창업의 확장세는 지속될 것으로 전망한다.

네이버플러스 멤버십으로 객단가 상승 효과 기대

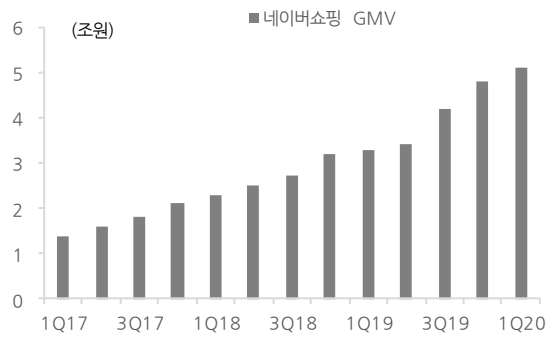
6월 1일 출시한 네이버플러스 멤버십을 통한 포인트 적립 증가로 네이버 쇼핑 유저들의 락인 효과도 기대된다. 플러스 멤버십 가입자 중 20~100만원을 사용하는 헤비 유저 층의 비중은 43%로 51%의 비중을 차지하는 20만원 이하의 라이트유저와 유사한 수준이다. 객단가 상승 효과도 기대해 볼 만 하다.

<그림1> 네이버쇼핑 결제자수 추이



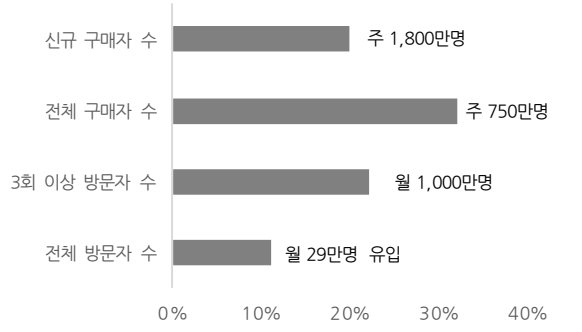
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림2> 네이버쇼핑 GMV 추이



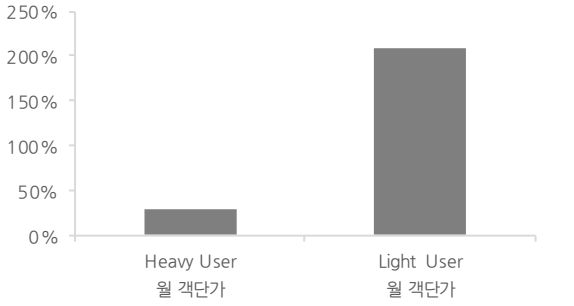
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림3> Covid-19 전후 이용자 수 변동



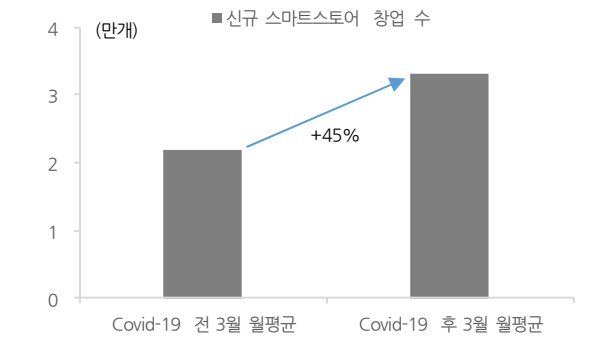
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림4> 플러스 멤버십 도입 후 객단가 증가 추이



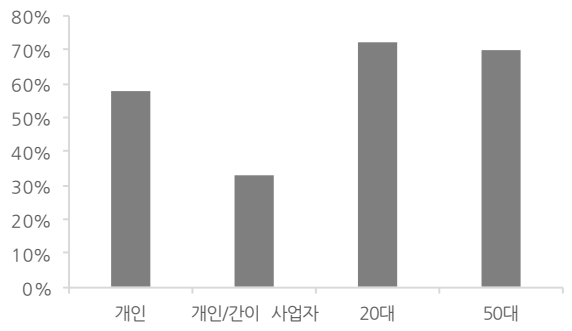
주: Heavy User는 20~100만원 사이. Light User는 20만원 미만
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림5> Covid-19 전후 스마트스토어 창업 수



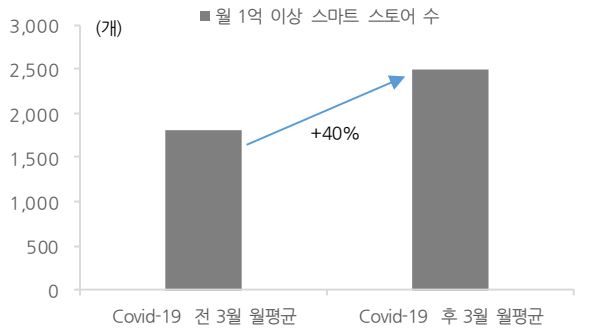
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림6> Covid-19 전후 사업자 유형/연령별 신규 증가 추이



자료 : NAVER, 현대차증권

<그림7> Covid-19 전후 월 1억이상 스마트스토어 수



자료 : NAVER, 현대차증권

<그림8> 네이버 멤버십 통한 쇼핑 락인 기대

자료 : NAVER, 현대차증권

커머스 강화 위해 '라이브커머스' '브랜드스토어' 도입

추가적으로 커머스 사업 강화를 위해 '스마트스토어'에 입점한 판매자에 라이브 커머스 툴을 제공하고, 유아교육 업체인 마이리틀타이거는 NAVER의 라이브커머스를 통해 교재를 판매해 한 시간 만에 약 3억원의 매출을 달성했고, 롯데아울렛 파주점의 아디다스 매장도 이를 통해 일매출 약 2.4억원을 기록했다.

또한, 오프라인과 온라인 연결의 일환으로 NAVER는 2월 '브랜드스토어'를 오픈했다. 출시 5개월 현재 75개의 브랜드가 입점해 있고, 조만간 입점을 기획하고 있는 업체 수도 100개에 다다르는 것으로 추정된다. 입점 브랜드에도 순기능으로 작용하고 있다. 쿠쿠전자가 입점 기념으로 진행한 '브랜드데이'에서 단 하루만에 기존 네이버쇼핑에서 6월 한달간 거둔 매출의 3배 이상을 달성한 바 있다.

웹툰의 지배구조 개편을 통한 글로벌 진출 가속화

웹툰 지배 구조 개편 완료. 글로벌 진출 본격화 전망

동사는 지난 6월 네이버 웹툰과 라인 망가를 합병하고, 미국 법인을 헤드쿼터로 하는 지배구조 개편을 단행했다. 지배구조 개편의 이유는 E-book 서비스 위주인 라인 망가에 오리지널 콘텐츠를 강화해 가장 큰 만화 시장인 일본에서 1위 사업자의 지위를 탄탄하게 하기 위함이다. 또한, 미국 오리지널 작품이 프랑스 Top 10 내에 6개, 스페인 Top 10 내에 8개씩 포진하고 있어 미국 오리지널 콘텐츠 제작 역량 강화를 통해 유럽 진출의 토대를 마련할 것으로 보인다.

연내 글로벌 MAU 7,000만 목표

현재 글로벌 사용자는 지속 증가 중으로, 5월 6,400만 MAU를 달성했고 연내 7,000만 MAU 달성이 가능할 것으로 전망된다. 그 중 미국 시장은 올해 1,400만 MAU, 일본 시장은 650만 MAU 달성을 목표로 한다.

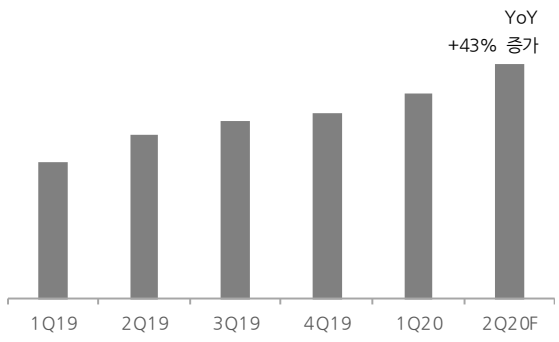
연 거래액 8,000억 목표

유료콘텐츠 거래액도 꾸준히 증가하고 있다. 5월 월 거래액 700억을 돌파했으며 2020년 연 거래액 8,000억 이상을 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 신규로 진출한 국가의 70% 가까운 사용자가 Z세대(1990년대 중반부터 2010년 중반까지 출생한 세대)로 유저들과 꾸준히 동반 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

CANVAS에 업로드되는 타이틀 지속 증가

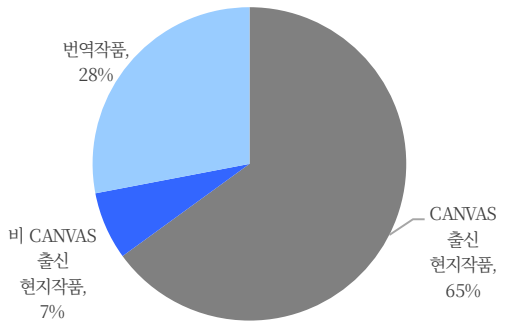
작가 육성 플랫폼인 CANVAS에 업로드 되는 타이틀이 지속 증가하며, 미국 및 글로벌 진출은 보다 가속화될 것으로 기대되며, 사용자 참여번역기능과 결합하여 글로벌 생태계 확장이 가속화될 것으로 전망한다.

<그림9> 네이버웹툰 국내외 유료 콘텐츠 매출 추이



자료 : NAVER, 현대차증권

<그림10> CANVAS 출신 작품 유료 수익 비중



자료 : NAVER, 현대차증권

<표1> NAVER 2020년 2분기 실적 (단위: 억원, %)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q19	1Q20	2Q20F	(YoY)	(QoQ)	2Q20F	대비
매출액	16,303	17,321	18,312	12.3%	5.7%	18,094	1.2%
영업이익	1,283	2,215	2,213	72.5%	-0.1%	2,261	-2.1%
세전이익	1,104	2,539	2,394	116.8%	-5.7%	2,402	-0.3%
당기순이익	278	1,349	1,054	279.1%	-21.9%	1,352	-22.0%

주 : K-IFRS 연결 기준
자료 : NAVER, FnGuide, 현대차증권

<표2> NAVER 분기실적 추이 및 전망 (단위 : 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	15,108	16,303	16,648	17,874	17,351	18,312	18,783	19,643
광고	1,422	1,666	1,527	1,718	1,440	1,584	1,558	1,753
비즈니스플랫폼	6,693	7,159	7,193	7,465	7,497	7,748	7,866	8,143
IT플랫폼	992	1,059	1,163	1,360	1,482	1,571	1,665	1,765
콘텐츠서비스	350	501	545	699	554	575	598	613
LINE 및 기타플랫폼	5,651	5,918	6,220	6,632	6,378	6,833	7,096	7,370
영업이익	2,062	1,284	2,021	1,734	2,245	2,213	2,539	2,704
영업이익률	13.6%	7.9%	12.1%	9.7%	12.9%	12.1%	13.5%	13.8%
세전이익	1,864	1,102	1,801	3,864	2,539	2,394	2,719	2,888
세전이익률	12.3%	6.8%	10.8%	21.6%	14.7%	13.1%	14.5%	14.7%
순이익	876	278	853	1,962	1,349	1,054	1,328	1,422
순이익률	5.8%	1.7%	5.1%	11.0%	7.8%	5.8%	7.1%	7.2%
지배주주지분 순이익	1,297	792	1,254	2,487	1,848	1,445	1,820	1,948
비지배주주지분 순이익	-421	-515	-402	-525	-499	-390	-492	-526

주 : K-IFRS 연결 기준
자료 : NAVER, 현대차증권

Valuation. 목표주가 330,000원 제시

Valuation은 SoTP 사용

동사의 Valuation으로 SoTP(사업별 가치 합산) 방식을 사용했다. 동사는 커머스를 중심으로 광고, 파이낸셜 등으로 생태계를 확장 중이다. 최근에는 플러스멤버십과 네이버 통장을 출시하며 페이포인트 활성화를 통해 쇼핑/결제 사용자를 Lock-in 하는 효과가 발생하고 있다.

별도 부문은 12MF 순이익에 P/E 28배 적용. 파이낸셜은 2020F GMV에 0.12배

Covid-19 이후 글로벌 인터넷 업종은 언택트 수혜로 주가와 밸류에이션은 지속 상승하고 있다. 동사는 국내 1위 포털 사업자로서 본업에 대한 가치는 별도 부문 12MF 순이익에 Alphabet의 12MF P/E 멀티플 31.4배에 10% 할인한 28.0배를 적용했다. 네이버 파이낸셜(지분율 70%)은 2020년 추정 GMV(YoY +40% 추정)에 0.15배를 적용했다. 멀티플은 페이코 투자 유치 당시(19년 7월 투자유치. 당시 기업가치 7,300억원, 2019년 페이코 GMV 6조원) EV/GMV 멀티플 승수에 20%를 할증했다. 페이코 대비 약 2.5배에 달하는 동사의 GMV와 네이버쇼핑과의 시너지 그리고 향후 금융 플랫폼 진화에 있어 미래에셋대우와의 시너지를 고려했을 때, 페이코 대비 20% 할증은 합당한 가치 산정으로 판단한다.

웹툰에는 2020F 거래액에 PSR 8배 적용

네이버 웹툰(지분율 66.6%)은 연간 목표 거래액 8,000억원에 12MF PSR 8배(2020F Netlix PSR 9.3배에 15% 할인)을 적용했다. 네이버 웹툰과 라인 망가는 국내와 일본 1위 웹툰 플랫폼이고, 네이버 웹툰은 북미 지역에 성공적으로 진출한 상황이다. 웹툰의 1Q20 거래액은 전년동기대비 60% 이상 증가하였고, 이 중 해외비중이 20%가 넘는 상황이다. 특히 북미 결제자가 작년동기대비 3배 증가했고, 결제금도 2배 이상 증가했다. 같은 유형의 플랫폼은 아니지만, 거래액 성장세와 글로벌 진출을 고려했을 때, Netflix와 비교(결제 멤버십 연간 증가율 약 25% 수준)가 가능하다고 판단한다.

LINE, Z holings 합작법인은 시총 합의 지분율

LINE+Z holdings 합작 법인 가치에 대해서는 LINE 공개모집단가와 주식수를 곱한 시총과 Z holdings의 7월 15일 시총의 합에 신규 합작 법인의 지분율 64.7%와 NAVER의 합작 법인 지분율 50.0%를 곱해 산출했다

〈표3〉 NAVER Valuation

	20F	비고
영업가치(억원)	493,464	
NAVER 본업	281,596	별도 부문 12MF 순이익*P/E 28배(Alphabet 12MF P/E 멀티플 10% 할인)
네이버 파이낸셜	21,331	2020F GMV 20.3조원*0.15배(페이코 투자유치 당시 가치에 20% 할증)
네이버 웹툰	49,536	연간 거래액*8배(Netlix 17년 MAU 급증 당시 PSR)
LINE+Z holding 합작 법인	141,001	LINE 공개모집단가와 Z Holdings 종가 기준 시총 합산
순현금(억원)	8,370	별도 기준
자사주(억원)	37,901	종가 기준에 30% 할인
적정시가총액(억원)	539,735	
발행주식수(만주)	16,435	
주당적정가격(원)	328,407	
목표주가(원)	330,000	

자료 : NAVER, Bloomberg, 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	55,869	65,934	74,059	82,622	91,049
증가율 (%)	19.4	18.0	12.3	11.6	10.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	55,869	65,934	74,059	82,622	91,049
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	19.4	18.0	12.3	11.6	10.2
판매관리비	46,444	58,833	64,388	70,455	76,056
판관비율(%)	83.1	89.2	86.9	85.3	83.5
EBITDA	12,036	12,081	9,671	12,167	14,993
EBITDA 이익률 (%)	21.5	18.3	13.1	14.7	16.5
증가율 (%)	-13.1	0.4	-19.9	25.8	23.2
영업이익	9,425	7,101	9,671	12,167	14,993
영업이익률 (%)	16.9	10.8	13.1	14.7	16.5
증가율 (%)	-20.1	-24.7	36.2	25.8	23.2
영업외손익	2,541	2,210	1,014	879	1,119
금융수익	1,914	4,117	2,661	2,279	2,319
금융비용	1,394	1,662	1,381	1,200	1,200
기타영업외손익	2,021	-245	-266	-200	0
종속/관계기업관련손익	-851	-644	-145	-120	-120
세전계속사업이익	11,117	8,667	10,540	12,926	15,991
세전계속사업이익률	19.9	13.1	14.2	15.6	17.6
증가율 (%)	-7.0	-22.0	21.6	22.6	23.7
법인세비용	4,888	4,663	5,387	6,664	8,243
계속사업이익	6,229	4,004	5,153	6,263	7,749
중단사업이익	50	-36	0	0	0
당기순이익	6,279	3,968	5,153	6,263	7,749
당기순이익률 (%)	11.2	6.0	7.0	7.6	8.5
증가율 (%)	-18.5	-36.8	29.9	21.5	23.7
지배주주지분 순이익	6,488	5,831	7,061	8,581	10,617
비지배주주지분 순이익	-209	-1,862	-1,908	-2,318	-2,868
기타포괄이익	59	1,387	734	0	0
총포괄이익	6,338	5,356	5,887	6,263	7,749

(단위:억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	53,856	56,437	70,528	79,356	90,104
현금성자산	33,229	37,405	47,162	53,714	61,869
단기투자자산	4,959	3,175	3,489	3,836	4,232
매출채권	5,855	0	0	0	0
재고자산	574	551	824	906	999
기타유동자산	6,738	14,649	18,525	20,370	22,473
비유동자산	44,956	66,558	71,045	72,778	74,752
유형자산	14,573	15,963	16,706	16,706	16,706
무형자산	3,070	3,414	3,718	3,718	3,718
투자자산	22,477	34,874	36,493	38,226	40,200
기타비유동자산	4,836	12,307	14,128	14,128	14,128
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	98,812	122,995	141,573	152,134	164,856
유동부채	26,197	37,731	41,846	45,364	49,372
단기차입금	3,498	5,096	6,035	6,035	6,035
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	500	500	500	500
기타유동부채	22,699	32,135	35,311	38,829	42,837
비유동부채	13,124	20,225	21,916	23,243	24,755
사채	7,116	7,523	8,014	8,014	8,014
장기차입금	1,001	500	500	500	500
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5,007	12,202	13,402	14,729	16,241
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	39,321	57,956	63,762	68,607	74,127
지배주주지분	52,402	58,052	71,073	79,107	89,178
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,410	15,753	22,338	22,338	22,338
자본조정 등	-13,246	-14,075	-13,786	-13,786	-13,786
기타포괄이익누계액	-2,218	-911	-335	-335	-335
이익잉여금	52,292	57,121	62,691	70,726	80,796
비지배주주지분	7,089	6,987	6,738	4,420	1,551
자본총계	59,491	65,039	77,811	83,527	90,729

(단위:억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	9,735	13,568	5,133	9,115	10,981
당기순이익	6,279	3,968	5,153	6,263	7,749
유형자산 상각비	2,280	4,603	0	0	0
무형자산 상각비	331	377	0	0	0
외환손익	1	-85	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	2,202	5,665	-1,541	2,732	3,113
기타	-1,358	-960	1,521	120	119
투자활동으로인한현금흐름	-3,883	-10,781	-4,088	-2,201	-2,490
투자자산의 감소(증가)	-8,573	-11,180	-2,219	-1,853	-2,094
유형자산의 감소	177	67	197	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,350	-4,359	-1,664	0	0
기타	9,863	4,691	-402	-348	-396
재무활동으로인한현금흐름	7,510	523	7,543	-362	-336
차입금의 증가(감소)	501	-500	-0	0	0
사채의증가(감소)	7,116	407	491	0	0
자본의 증가	331	343	6,585	0	0
배당금	-425	-469	-547	-547	-547
기타	-13	742	1,014	185	211
기타현금흐름	791	866	1,169	0	0
현금의증가(감소)	14,153	4,176	9,757	6,553	8,155
기초현금	19,076	33,229	37,405	47,162	53,714
기말현금	33,229	37,405	47,162	53,714	61,869

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	3,810	2,408	3,136	3,813	4,717
EPS(지배순이익 기준)	3,937	3,538	4,296	5,224	6,463
BPS(자본총계 기준)	36,096	39,462	47,370	50,849	55,234
BPS(지배지분 기준)	31,795	35,223	43,267	48,159	54,289
DPS	314	376	376	376	376
P/E(당기순이익 기준)	32.0	77.5	87.1	71.6	57.9
P/E(지배순이익 기준)	31.0	52.7	63.5	52.3	42.2
P/B(자본총계 기준)	3.4	4.7	5.8	5.4	4.9
P/B(지배지분 기준)	3.8	5.3	6.3	5.7	5.0
EV/EBITDA(Reported)	14.9	23.9	45.8	35.7	28.2
배당수익률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-18.5	-36.8	30.2	21.6	23.7
EPS(지배순이익 기준)	-16.1	-10.1	21.4	21.6	23.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.2	6.4	7.2	7.8	8.9
ROE(지배순이익 기준)	13.0	10.6	10.9	11.4	12.6
ROA	7.0	3.6	3.9	4.3	4.9
안정성 (%)					
부채비율	66.1	89.1	81.9	82.1	81.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	68.7	20.4	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결 기준*

Company Report
2020. 07. 20

카카오 (035720)

BUY
TP 380,000원

모바일 플랫폼의 영향력 부각되는 시점

Analyst 최진성
02-3787-2559 jschoi@hmsec.com

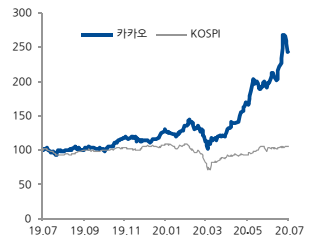
현재주가 (7/17)	325,000원
상승여력	16.9%
시가총액	285,500억원
발행주식수	87,846천주
자본금/액면가	435억원/500원
52주 최고가/최저가	355,500원/122,000원
일평균 거래대금 (60일)	3,786억원
외국인지분율	33.53%
주요주주	김범수 외 25 인 25.74%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	23.6	89.0	92.9
상대주가(%p)	20.2	64.3	97.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	4,196	5,514	220,000
After	3,724	5,208	380,000
Consensus	3,908	5,624	330,000
Cons. 차이	-4.7%	-7.4%	15.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 카카오의 커버리지를 개시하며, 투자의견 BUY와 목표주가 380,000원 제시. 톡보드 광고를 통한 본업의 견조한 성장에 신사업의 성장이 가속화되고 있음
- 톡비즈 부문의 고성장세가 돋보이는 상황. 모바일 플랫폼의 영향력이 부각되는 시점. 1분기에 Covid-19의 영향으로 광고 시장이 다소 수축되었으나, 2분기에는 톡보드 광고가 작년 말 수준까지 올라오며 다시 회복세에 들어선 것으로 판단. 톡보드 광고의 인벤토리 사용률은 현재 30% 이하인 것으로 추정. 성장의 여지는 아직 충분한 상황
- 언택트 소비가 증가하며 선물하기, 메이커스 등 커머스의 고성장세는 1분기에 이어 지속될 것으로 전망. 선물하기는 단순 교환에서 배송 선물로 확대되며 상품 믹스도 개선되고 있음. 지난해 6월 출시한 톡딜의 거래액은 론칭 1년 만에 28배 이상 증가했고, 매분기 2배 이상의 매출 성장을 보이고 있음
- 금융서비스에서도 견조한 성장세를 보이고 있음. 동사는 뱅크-페이-증권으로 이어지는 금융인프라를 완성하며 본격적인 시너지가 발생 중. 카카오페이의 올해 1분기 거래액은 14조 3,000억원으로 YoY +39% 성장. 또한, 카카오페이증권은 2월 출범 이후 140만 계좌 오픈, 펀드투자 고객수는 20만명 돌파하는 등 빠르게 고객 수를 늘려가고 있음
- 카카오 페이지와 픽코마도 빠르게 거래액을 끌어올리고 있음. 1분기부터 픽코마의 거래액이 빠르게 성장하면서 1등 사업자 라인망가와의 격차가 점점 감소하는 중. 하반기에는 인도네시아, 미국 등으로 글로벌 진출을 본격화하면서 해외 진출 기대감 고조될 것으로 전망

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액 9,139억원(+24.7% YoY, +5.2% QoQ), 영업이익 960억원(+137.0% YoY, +8.8% QoQ)로 컨센서스 부합 전망. 전 사업 부분 수익성이 개선되며 1분기에 이어 고성장세 이어갈 것
- 하반기에도 전 사업 부문의 지속적인 수익성 개선 전망

주가전망 및 Valuation

- 최근 단기간 주가 급등으로 일부 우려 존재. 하지만 길어지는 Covid-19에 따른 수혜와 모바일 플랫폼의 영향력이 부각되는 시점으로 전 사업 부문의 시너지를 통해 고성장은 지속될 것. 투자의견 BUY와 목표주가 380,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	24,170	729	479	2,080	613	-61.7	168.0	1.7	36.3	1.0	0.1
2019	30,701	2,068	-3,010	4,256	-3,585	적전	NA	2.5	28.6	NA	0.1
2020F	38,248	4,193	3,256	9,707	3,724	흑전	86.5	5.0	28.6	6.0	0.0
2021F	46,783	5,992	4,575	11,711	5,208	39.8	61.8	4.6	22.9	7.7	0.0
2022F	53,312	6,804	5,266	11,790	5,995	15.1	53.7	4.3	21.9	8.2	0.0

** K-IFRS 연결 기준*

현대차증권

투자포인트

커머스 고성장세 지속 전망

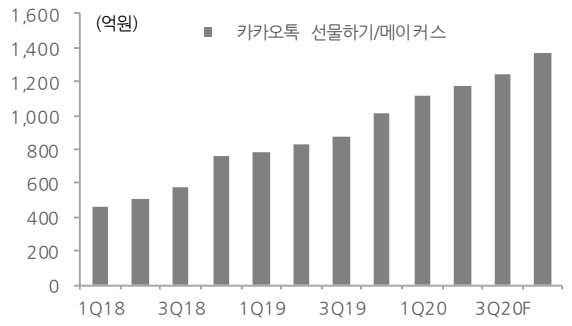
독자적인 경쟁력으로 커머스 확장 중

카카오는 선물하기, 톡딜, 메이커스를 통해 커머스를 확장해 나가고 있다. 지난해 6월 출시한 '톡딜'의 거래액은 론칭 1년 만에 28배 이상 증가했다고 밝혔다. 톡딜은 소비자가 2명만 모여도 할인을 받을 수 있는 서비스로, 매분기 2배 이상의 매출 성장을 보였다. 또한, 라이브커머스 서비스인 톡딜 라이브를 지난 5월에 출시하면서, 톡딜과 함께 시너지가 발생될 수 있을 것으로 전망한다.

자체적인 커머스 경쟁력 강화될 것

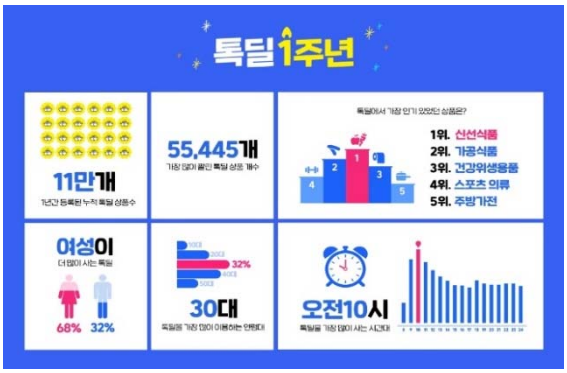
최근 선물하기는 단순 상품 교환에서 배송 상품으로 상품군이 확대되고 있으며, 고가 제품의 비중이 증가하고 있다. 상품 매출의 약 10%의 수수료를 수취하는 선물하기의 특성상 고가 제품의 비중이 증가하면서 수익성 개선은 지속될 것으로 전망한다. 타 커머스와 달리 동사는 중개 플랫폼으로 경쟁사들과의 치킨 게임에서 벗어나 자체적인 경쟁력을 갖춰 성장을 지속할 것으로 예상한다.

<그림1> 카카오 선물하기/메이커스 매출 추이



자료 : 카카오, 현대차증권

<그림2> 카카오 톡딜 출시 1년 주요 지표



자료 : 카카오, 현대차증권

뱅크-페이-증권의 본격적인 시너지 발생

뱅크-페이-증권 금융 인프라 구성 완료

카카오는 은행-증권-결제라는 금융 인프라 구성을 완료했다. 카카오는 카카오페이증권 인수 이후 독립적인 투자 플랫폼으로의 발전을 본격화하고 있다. 카카오 역시 증권 계좌 개설 이후 자산관리 서비스를 강화하고 있다. 카카오페이 증권은 2월 출범 이후 140만 계좌 오픈, 펀드투자 고객수 20만명 돌파, 적립식 투자 신청건수는 42만을 돌파하는 등 빠르게 고객 수를 늘려나가고 있다. 계좌 개설 연령대 역시 20~50대까지 고르게 분포되며, 고객층을 다양화하고 있다.

생활 속 투자 증가

카카오는 우선 생활 속 투자 습관을 정착시키는데 주력할 방침이다 최근 카카오페이의 결제와 펀드 투자를 연결한 '동전모으기'와 '알모으기' 서비스를 진행하고 있다. 이를 통해 투자를 경험한 소비자들은 적립식 투자로 범위를 확대하고 있다. 또한 동전, 알 모으기를 시작한 이후 원하는 날을 지정해 투자를 할 수 있는 '자동투자' 신청도 현재 10만 건을 기록하고 있다.

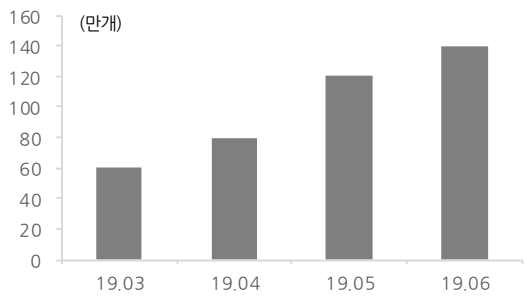
디지털 보험사 예비인가 신청 예정

또한, 카카오는 디지털 보험사 예비인가 신청을 앞두고 있다. 당초 삼성화재와 JV를 만들어 디지털 손보사 설립을 추진하다가 갈등 끝에 독자 사업으로 진행하기로 결정했다. 카카오톡, 뱅크, 페이 등 플랫폼 경쟁력에 기반해 보험 상품을 판매할 것으로 예상된다. 카카오페이는 이를 위해 작년 보험과 기술을 접목한 인슈어테크 스타트업 '인바이유'를 인수했는데, 인바이유는 소비자 맞춤형 미니보험, 크라우드 보험 등 다양한 시도를 하고 있다.

<그림3> 카카오페이증권 계좌 업그레이드

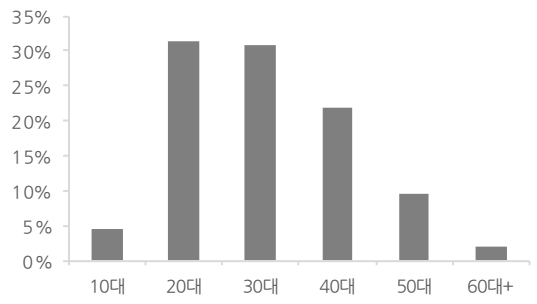
자료 : 언론자료, 현대차증권

<그림4> 카카오페이증권 계좌 수 증가 추이



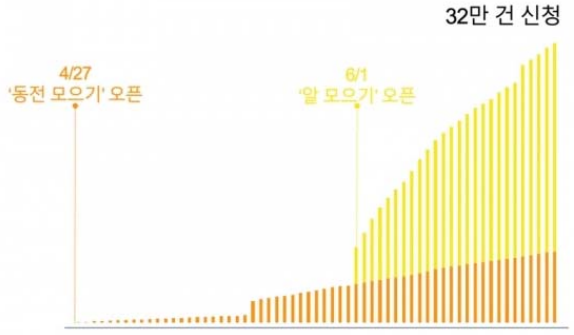
자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림5> 카카오페이증권 계좌 개설 연령대



자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림6> 동전모으기 + 알모으기 신청자 수 추이



자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림7> 펀드투자 20만 계좌 돌파

자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

<그림8> 카카오페이와 알모으기 투자 시너지

자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

페이지와 픽코마 성장 본격화

카카오페이지와 픽코마의 빠른 성장세.

동사의 콘텐츠 플랫폼의 본격적인 성장이 시작됐다. 2019년 웹툰 사업체 실태조사 자료에 따르면, 다음 웹툰은 1억 5,000만명 이상의 방문자와 12억이 넘는 페이지뷰를, 카카오페이지는 4억명 이상이 방문했고 페이지뷰는 24억건을 돌파했다.

픽코마 거래액 매년 2배 이상 성장

동사의 1분기 유료콘텐츠 글로벌 거래액은 전년동기대비 51% 성장했다. 그 중 픽코마는 매년 2배 이상 성장(YoY 2017년 14배, 2018년 +156%, 2019년 +130%)하며 올해 하반기에는 해외 거래액이 국내보다 높아질 것으로 전망된다. 높은 거래액 성장세와 함께 수익성 또한 개선되고 있다. 2018년에는 400억원의 영업손실을 기록했으나, 4Q19에는 분기 흑자 전환에 성공했다. 올해 연간기준 흑자 전환이 예상된다. 최근 일본 내 1위 사업자인 라인망가와의 점유율 격차도 10% 내외로 감소했다.

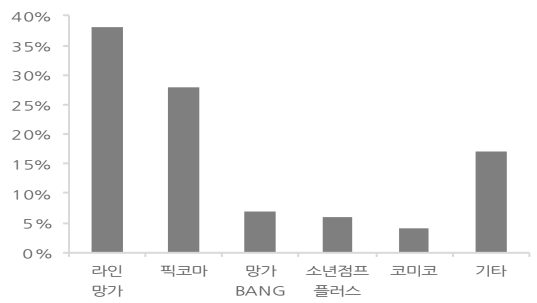
카카오페이지 일 거래액 20억원 돌파

카카오페이지 역시 19년 9월 일 거래액 10억원 돌파에 이어 20년 5월에 일 거래액 20억원을 돌파하며 8개월 만에 2배의 거래액 성장을 이끌어 냈다. 특히 해외 IP 유통 거래액이 전분기 대비 53%, 전년동기대비 164% 증가하며, IP 비즈니스의 가치가 더욱 확대되고 있다. 이는 콘텐츠 Outsourcing보다는 오리지널 IP 비중 확대 전략에 초점을 맞춘 것이 주효했다고 판단한다.

미국 웹소설 플랫폼 '래디쉬미디어' 인수

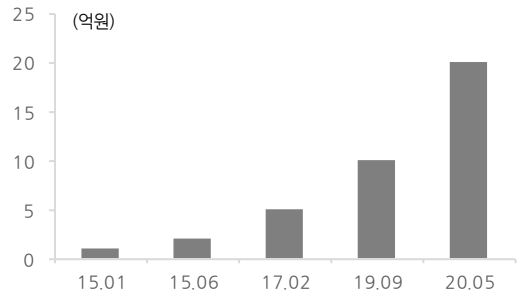
7월 15일 공시를 통해 카카오페이지는 미국 웹소설 플랫폼 '래디쉬미디어'의 지분 12.46%를 약 322억원에 취득했다고 밝혔다. 카카오페이지는 올해 아시아와 북미 진출을 위한 발판을 공고히 다지고 있다. 픽코마의 가파른 성장을 통해 일본을 거점으로 올해부터 글로벌 진출이 본격화될 것으로 전망된다.

〈그림9〉 일본 디지털 만화 플랫폼 점유율



자료 : 정보통신산업진흥원, 현대차증권

〈그림10〉 카카오페이지 일 거래액 추이



자료 : 카카오페이증권, 현대차증권

〈표1〉 카카오 2020년 2분기 실적 (단위: 억원, %)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q19	1Q20	2Q20F	(YoY)	(QoQ)	2Q20F	대비
매출액	7,330	8,684	9,139	24.7%	5.2%	9,142	0.0%
영업이익	405	882	960	137.0%	8.8%	961	-0.2%
세전이익	536	1,266	965	80.0%	-23.8%	1,130	-14.6%
당기순이익	310	799	687	121.6%	-14.0%	754	-8.9%

주 : K-IFRS 연결 기준
자료 : 카카오, FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 카카오 분기실적 추이 (단위:억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	7,063	7,330	7,832	8,673	8,684	9,139	9,694	10,731
플랫폼	3,131	3,268	3,507	4,440	4,418	4,756	5,126	5,735
톡비즈	1,269	1,389	1,624	2,216	2,247	2,421	2,663	3,077
포털비즈	1,264	1,369	1,261	1,342	1,166	1,234	1,257	1,334
신사업	598	510	623	882	1,005	1,101	1,207	1,323
콘텐츠	3,932	4,062	4,324	4,233	4,266	4,383	4,568	4,996
게임	940	984	990	1,059	968	1,007	993	1,029
뮤직	1,372	1,446	1,515	1,533	1,507	1,537	1,567	1,597
유료 컨텐츠	746	815	919	478	970	999	1,081	1,172
IP비즈니스 기타	873	817	901	1,163	819	841	928	1,198
영업이익	277	405	591	794	882	960	1,068	1,283
영업이익률	3.9%	5.5%	7.5%	9.2%	10.2%	10.5%	11.0%	12.0%
세전이익	405	536	888	(4,172)	1,266	965	1,082	1,297
세전이익률	5.7%	7.3%	11.3%	-49.2%	14.6%	10.6%	11.2%	12.1%
순이익	176	310	515	(4,419)	799	687	807	1,020
순이익률	2.5%	4.2%	6.6%	-52.1%	9.2%	7.5%	8.3%	9.5%

주 : K-IFRS 연결 기준,
자료 : 카카오, 현대차증권

Valuation. 목표주가 380,000원 제시

SoTP Valuation 적용. 사업별로 가치 상승 적용

당사는 동사의 Valuation으로 SoTP(사업별 가치 합산) 방식을 사용했다. 카카오는 단순 메시지 앱을 통한 광고 매출을 넘어 커머스, 금융, 모빌리티, 콘텐츠 등 다양한 사업 영역으로 침투 중이다. 긴 투자의 기간이 지나고 이제 모든 사업 영역이 빠르게 성장하고 있다. 각 사업부 별로 이용자가 늘어날수록 데이터가 쌓이고 시너지가 발생해 선순환 생태계가 구성되고 있다. 사업별로 올바른 가치를 산정해 기업 가치에 더해줘야 한다는 판단이다.

포털에는 Target P/E 28배, 톡 플랫폼에는 Target P/E 36배 적용

Covid-19 이후 글로벌 인터넷 업종은 언택트 수혜로 주가와 밸류에이션은 지속 상승하고 있다. 국내 인터넷 업체들의 올해와 내년 이익 상승률을 감안하면 국내 업체들도 Re-rating이 필요할 것으로 보인다. 카카오 포털에는 12MF NOPLAT(OPM 30% 가정)에 Target P/E 28배(Alphabet 12MF P/E 멀티플 31배에 10% 할인)을, 카카오톡 플랫폼에는 12MF NOPLAT(OPM 40% 가정)에 Target P/E 36배(Tencent 12MF P/E 멀티플)을 적용했다.

페이에는 2020F GMV에 0.12배 적용

카카오 페이에는 올해 예상 GMV 65조원(YoY +35%)에 멀티플 0.12배를 적용했다. 멀티플은 페이코 투자 유치 당시(19년 7월 투자유치. 당시 기업가치 7,300억원, 2019년 페이코 GMV 6조원) EV/GMV 멀티플 승수를 차용했다. 카카오페이는 GMV 중 송금 비중이 50%가 넘어 페이코와 단순 비교는 어렵다. 하지만 2019년 기준 카카오페이의 GMV가 페이코 대비 6배에 달하는 점과 카카오 금융 계열사와의 시너지를 고려하면 같은 승수의 멀티플을 적용하는 것은 큰 무리가 없다고 판단된다.

페이지와 픽코마는 12MF 매출액에 PSR 8배 적용

페이지와 픽코마에는 12MF 매출액에 12MF PSR 8배(2020F Netflix PSR 9.3배에 15% 할인)을 적용했다. 페이지와 픽코마는 이전의 없던 유형의 새로운 콘텐츠 플랫폼으로 각각 연간 2배 이상의 거래액 성장과 해외 확장 모멘텀을 지니고 있다. 같은 유형의 플랫폼은 아니지만, 거래액 성장세와 글로벌 진출을 고려했을 때, Netflix와 비교(결제 멤버십 연간 증가율 약 25% 수준)가 가능하다고 판단한다.

〈표3〉 카카오 Valuation

	2020F	비고
카카오 포털 영업가치(억원)	34,931	12MF NOPLAT*P/E 멀티플 28배(Alphabet 12MF P/E에 10% 할인)
카카오톡 플랫폼 영업가치(억원)	146,500	12MF NOPLAT* P/E 멀티플 36배(Tencent 12MF P/E)
지분가치(억원)	131,898	
게임즈(억원)	9,987	12MF 순이익(NPM 20% 가정)*P/E 20배(게임사 평균)
모빌리티(억원)	11,088	케이엠컴퍼니 투자금액 기준 당사 지분율(69.3%)로 환산
M(억원)	13,294	앵커웨커티파트너스 투자금액 기준 당시 지분율(78.2%)로 환산
페이(억원)	48,720	2020F GMV 65조원*0.12배(페이코 최근 투자유치 당시 가치)
페이지&픽코마(억원)	27,194	12MF 매출액에 PSR 8배 적용(Netlix 12MF PSR에 15% 할인)
IX(억원)	3,190	12MF 순이익(NPM 10% 가정)*P/E 20배
뱅크(억원)	18,425	2025F Book Value* P/B 1.34배 (COE 6.0%, Sustainable ROE 8.0%)
순현금(억원)	4,743	별도 기준
적정시가총액(억원)	325,356	
발행주식수(만주)	8,644	
주당적정가격(원)	376,377	
목표주가(원)	380,000	

자료 : 카카오, Bloomberg, 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	24,170	30,701	38,248	46,783	53,312
증가율 (%)	22.5	27.0	24.6	22.3	14.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	24,170	30,701	38,248	46,783	53,312
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	22.5	27.0	24.6	22.3	14.0
판매관리비	23,440	28,633	34,055	40,791	46,508
판관비율(%)	97.0	93.3	89.0	87.2	87.2
EBITDA	2,080	4,256	9,707	11,711	11,790
EBITDA 이익률 (%)	8.6	13.9	25.4	25.0	22.1
증가율 (%)	-29.5	104.6	128.1	20.6	0.7
영업이익	729	2,068	4,193	5,992	6,804
영업이익률 (%)	3.0	6.7	11.0	12.8	12.8
증가율 (%)	-55.9	183.7	102.8	42.9	13.6
영업외손익	512	-4,213	425	393	506
금융수익	1,125	704	762	620	733
금융비용	501	440	279	160	160
기타영업외손익	-112	-4,477	-58	-67	-67
종속/관계기업관련손익	67	-198	53	0	0
세전계속사업이익	1,307	-2,343	4,670	6,385	7,310
세전계속사업이익률	5.4	-7.6	12.2	13.6	13.7
증가율 (%)	-14.7	적전	흑전	36.7	14.5
법인세비용	1,148	1,077	1,312	1,666	1,878
계속사업이익	159	-3,419	3,358	4,719	5,432
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	-3,419	3,358	4,719	5,432
당기순이익률 (%)	0.7	-11.1	8.8	10.1	10.2
증가율 (%)	-87.3	적전	흑전	40.5	15.1
지배주주지분 순이익	479	-3,010	3,256	4,575	5,266
비지배주주지분 순이익	-320	-409	103	144	166
기타포괄이익	83	-42	-273	0	0
총포괄이익	242	-3,461	3,085	4,719	5,432

(단위:억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	28,590	28,297	39,322	51,021	62,457
현금성자산	12,470	19,182	24,622	33,716	42,801
단기투자자산	9,285	2,306	6,206	7,324	8,333
매출채권	1,937	1,572	1,754	2,070	2,355
재고자산	358	494	567	669	762
기타유동자산	4,281	4,247	5,938	7,007	7,973
비유동자산	51,006	59,076	58,298	56,164	54,523
유형자산	3,148	3,498	2,833	2,342	2,071
무형자산	38,653	35,484	32,931	28,823	25,227
투자자산	8,161	16,277	18,315	20,780	23,005
기타비유동자산	1,044	3,817	4,219	4,219	4,220
기타금융업자산	0	0	4,601	4,601	4,601
자산총계	79,595	87,373	102,221	111,786	121,581
유동부채	19,093	21,338	25,040	28,890	32,365
단기차입금	291	75	470	470	470
매입채무	294	289	367	433	492
유동성장기부채	1,100	2	120	120	120
기타유동부채	17,408	20,972	24,083	27,867	31,283
비유동부채	2,932	5,638	7,487	8,591	9,588
사채	399	400	400	400	400
장기차입금	27	74	55	55	55
장기금융부채	24	323	903	903	903
기타비유동부채	2,482	4,841	6,129	7,233	8,230
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	23,324	29,971	39,288	44,242	48,714
지배주주지분	51,369	52,253	56,913	61,380	66,538
자본금	417	432	435	435	435
자본잉여금	46,475	50,432	52,411	52,411	52,411
자본조정 등	15	72	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	-73	-164	-685	-685	-685
이익잉여금	4,534	1,482	4,759	9,225	14,383
비지배주주지분	4,903	5,148	6,020	6,164	6,330
자본총계	56,272	57,401	62,933	67,544	72,868

(단위:억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	4,915	7,527	13,189	13,700	13,362
당기순이익	159	-3,419	3,358	4,719	5,432
유형자산 상각비	677	1,391	1,845	1,611	1,390
무형자산 상각비	674	797	3,668	4,108	3,596
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	3,293	3,708	4,154	3,262	2,944
기타	112	5,050	164	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-12,607	-4,142	-8,334	-4,703	-4,354
투자자산의 감소(증가)	-3,787	-7,730	-2,128	-2,465	-2,225
유형자산의 감소	119	71	32	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-972	-1,064	-1,242	-1,120	-1,120
기타	-7,967	4,581	-4,996	-1,118	-1,009
재무활동으로인한현금흐름	8,905	3,222	558	97	77
차입금의 증가(감소)	51	346	561	0	0
사채의증가(감소)	-1,119	-316	-1,303	0	0
자본의 증가	10,517	3,971	1,982	0	0
배당금	-135	-103	-104	-108	-108
기타	-409	-676	-578	205	185
기타현금흐름	90	105	27	0	0
현금의증가(감소)	1,302	6,712	5,439	9,094	9,085
기초현금	11,168	12,470	19,182	24,622	33,716
기말현금	12,470	19,182	24,622	33,716	42,801

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	203	-4,073	3,842	5,372	6,184
EPS(지배순이익 기준)	613	-3,585	3,724	5,208	5,995
BPS(자본총계 기준)	67,482	66,573	71,640	76,889	82,949
BPS(지배지분 기준)	61,602	60,603	64,788	69,872	75,744
DPS	127	127	127	127	127
P/E(당기순이익 기준)	506.3	-37.7	83.8	59.9	52.1
P/E(지배순이익 기준)	168.0	-42.8	86.5	61.8	53.7
P/B(자본총계 기준)	1.5	2.3	4.5	4.2	3.9
P/B(지배지분 기준)	1.7	2.5	5.0	4.6	4.3
EV/EBITDA(Reported)	36.3	28.6	28.6	22.9	21.9
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-89.0	적전	흑전	39.8	15.1
EPS(지배순이익 기준)	-61.7	적전	흑전	39.8	15.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.3	-6.0	5.6	7.2	7.7
ROE(지배순이익 기준)	1.0	-5.8	6.0	7.7	8.2
ROA	0.2	-4.1	3.5	4.4	4.7
안정성 (%)					
부채비율	41.4	52.2	62.4	65.5	66.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	7.8	16.1	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결 기준*

Company Report
2020. 07. 20

엔씨소프트 (036570)

BUY
TP 1,100,000원

갈수록 더해지는 모멘텀

Analyst 최진성
02-3787-2559 jschoi@hmsec.com

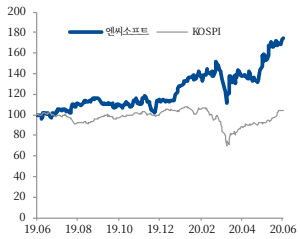
현재주가 (7/17)	880,000원
상승여력	25.0%
시가총액	193,195억원
발행주식수	21,954천주
자본금/액면가	110억원/500원
52주 최고가/최저가	995,000원/481,500원
일평균 거래대금 (60일)	990억원
외국인지분율	51.14%
주요주주	김택진 외 9 인 12.00%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.6	35.6	39.5
상대주가(%p)	-1.2	17.9	42.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	37,174	41,146	990,000
After	36,208	42,732	1,110,000
Consensus	37,369	50,419	1,073,478
Cons. 차이	-3.1%	-15..2%	2.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2분기 실적은 컨센서스 부합하는 실적 전망. 전분기 발생했던 리니지2M 흥행에 따른 인센티브 제거되면서 영업이익률 크게 개선될 전망
- 리니지2M은 크로니클Ⅱ 업데이트 전 결제 대기 수요가 증가하면서 4월 26~30일까지 매출 순위가 2위로 내려왔으나, 업데이트 이후 다시 1위로 올라섬. 2분기 리니지2M의 회계상 일매출은 26억원으로 예상
- 6월 24일 '크로니클Ⅲ 풍요의 시대' 업데이트에 리니지의 핵심 콘텐츠인 공성전이 포함되어 있을 것으로 예상했으나, 공성전 업데이트는 8월 에피소드3 업데이트로 연기 됨. 공성전 업데이트 이후 리니지2M의 반등을 예상하고, 리니지2M의 매출은 3분기에도 완만한 속도의 하향안정화가 이루어질 것으로 전망
- 3Q18 이후 20억 초반의 일매출을 꾸준하게 기록하고 있는 리니지M의 일매출은 이번 2분기에도 견고하게 이어질 것으로 예상. 리니지2M이 매출 순위 2위로 내려놨을때, 리니지M이 1위에 오른 것을 보면 리니지M의 2분기 일매출은 1분기에 이어 23억원 수준으로 전망
- 하반기에는 신작 '블레이드앤 소울2' 출시와 리니지2M의 해외 출시가 예정되어 있어, 긍정적인 흐름은 지속될 것으로 전망. 또한, 올해, 콘솔과 PC 멀티플랫폼으로 수년간 개발 중인 '프로젝트 TL'의 비공개 테스트가 진행될 예정. 프로젝트 TL의 완성도가 중요한 상황. 리니지TL을 통한 플랫폼 다변화는 리레이팅 기회가 될 것

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액은 6,163억원(+50.0% YoY, -15.7% QoQ), 영업이익은 2,545억원(+96.7% YoY, +5.4% QoQ) 전망
- 리니지2M과 리니지2M의 안정적인 매출과 전분기 발생한 인센티브 제거되며 큰 폭의 영업이익 성장 기록할 것

주가전망 및 Valuation

- 리니지2M과 리니지M의 안정적 실적과 함께 하반기부터는 신작 모멘텀까지 이어질 것. 글로벌 Peer들의 밸류에이션 상승을 반영해12M forward EPS에 Target P/E 28.0배를 적용해 목표주가는 1,100,000원으로 상향

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	17,151	6,149	4,182	6,428	19,061	-5.2	24.5	4.3	14.0	16.4	1.3
2019	17,012	4,790	3,582	5,315	16,320	-14.4	33.1	4.8	19.6	14.7	1.0
2020F	28,065	10,677	7,949	11,245	36,208	121.9	24.3	6.3	15.1	28.5	0.6
2021F	32,081	12,652	9,381	13,127	42,732	18.0	20.6	4.9	12.3	26.8	0.6
2022F	33,136	12,779	9,586	13,173	43,666	2.2	20.2	4.1	11.6	22.1	0.6

*K-IFRS 연결 기준

현대차증권

<표1> 엔씨소프트 2020년 2분기 실적 (단위: 억원, %)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q19	1Q20	2Q20F	(YoY)	(QoQ)	2Q20F	대비
매출액	4,108	7,311	6,163	50.0%	-15.7%	6,355	-3.0%
영업이익	1,294	2,414	2,545	96.7%	5.4%	2,460	3.5%
세전이익	1,471	2,556	2,666	81.2%	4.3%	2,532	5.3%
당기순이익	1,169	1,954	1,902	62.7%	-2.7%	1,903	0.0%

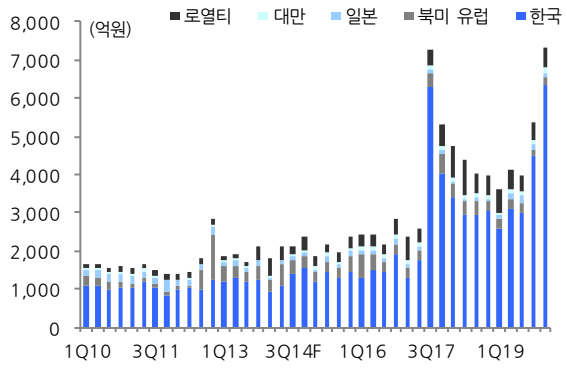
주 : K-IFRS 연결 기준
자료 : 엔씨소프트, FnGuide, 현대차증권

<표2> 엔씨소프트 분기실적 추이 및 전망 (단위 : 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	6,163	6,593	7,998
리니지	207	501	518	514	448	422	414	401
리니지 II	216	212	230	278	264	248	235	220
아이온	123	124	132	81	101	99	99	97
블레이드앤소울	233	211	215	180	196	189	185	179
길드워2	163	159	151	113	125	127	121	116
로열티	574	516	442	443	528	455	442	421
모바일	1,988	2,238	2,133	3,629	5,590	4,513	4,987	6,450
리니지M	1,899	2,148	2,035	2,143	2,120	2,057	2,017	1,956
리니지2M	-	-	-	1,400	3,411	2,388	2,149	1,912
기타	84	147	156	101	58	108	109	113
영업비용	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,619	3,858	5,014
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,309	1,233	1,839
매출변동비	653	772	731	1,162	1,765	1,460	1,602	2,065
마케팅비	190	242	228	413	396	290	429	416
감가상각비	120	130	127	143	148	154	160	166
기타	397	412	441	510	469	407	435	528
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,545	2,734	2,983
영업이익률	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	33.0%	41.3%	41.5%	37.3%
세전이익	982	1,471	1,532	976	2,556	2,666	2,842	3,116
세전이익률	27.4%	35.8%	38.5%	18.3%	35.0%	43.3%	43.1%	39.0%
순이익	747	1,169	1,136	540	1,954	1,902	1,970	2,122
순이익률	20.8%	28.5%	28.6%	10.1%	26.7%	30.9%	29.9%	26.5%

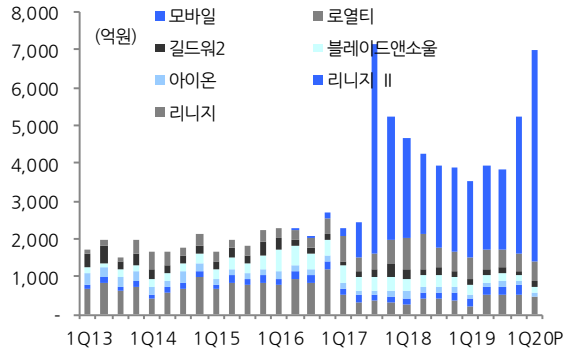
주 : K-IFRS 연결 기준
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림1> 엔씨소프트 지역별 매출 추이



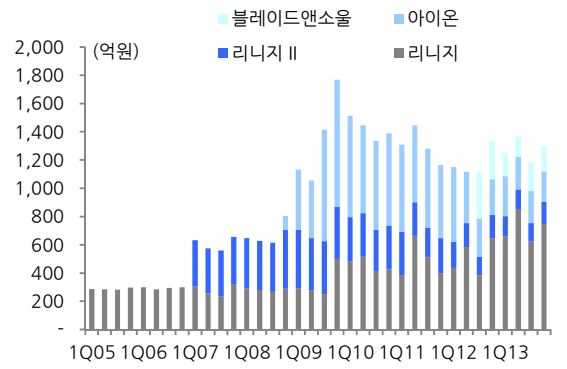
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림2> 엔씨소프트 게임별 매출 추이



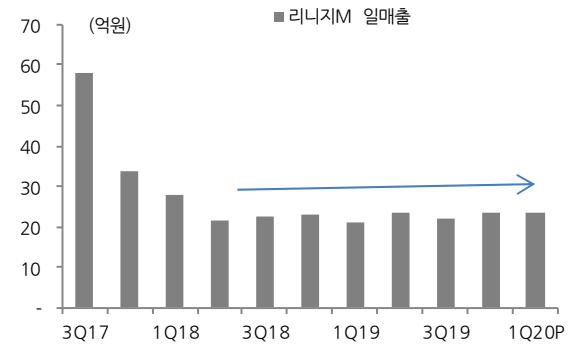
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림3> PC게임 출시에 따란 계단식 매출 성장



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림4> 리니지M 일매출 추이



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<표3> 엔씨소프트 출시 예정 주요 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
엔씨소프트	리니지 2M	한국	MMORPG	4Q19
	리니지 M	일본	MMORPG	2Q19
	블레이드앤소울 2	한국	MMORPG	2020
	리니지 2M	글로벌	MMORPG	2020
	아이온 2	한국	MMORPG	미정
	블레이드앤소울 M	한국	MMORPG	미정
	블레이드앤소울 S	글로벌	MMORPG	미정
	프로젝트 TL	한국	MMORPG	2020 년 CBT 예정

자료 : 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,151	17,012	28,521	31,659	32,948
증가율 (%)	-2.5	-0.8	67.7	11.0	4.1
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,151	17,012	28,521	31,659	32,948
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-2.5	-0.8	67.7	11.0	4.1
판매관리비	11,002	12,222	17,549	19,191	20,217
판관비율(%)	64.1	71.8	61.5	60.6	61.4
EBITDA	6,428	5,315	11,540	12,943	13,125
EBITDA 이익률 (%)	37.5	31.2	40.5	40.9	39.8
증가율 (%)	4.5	-17.3	117.1	12.2	1.4
영업이익	6,149	4,790	10,973	12,468	12,731
영업이익률 (%)	35.9	28.2	38.5	39.4	38.6
증가율 (%)	5.1	-22.1	129.1	13.6	2.1
영업외손익	248	365	532	760	955
금융수익	502	697	584	674	875
금융비용	247	315	329	186	186
기타영업외손익	-7	-17	277	272	266
종속/관계기업관련손익	-24	-193	-25	-36	-35
세전계속사업이익	6,373	4,962	11,479	13,192	13,652
세전계속사업이익률	37.2	29.2	40.2	41.7	41.4
증가율 (%)	4.4	-22.1	131.3	14.9	3.5
법인세비용	2,159	1,370	3,319	3,940	4,099
계속사업이익	4,215	3,592	8,160	9,252	9,552
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,215	3,592	8,160	9,252	9,552
당기순이익률 (%)	24.6	21.1	28.6	29.2	29.0
증가율 (%)	-5.1	-14.8	127.2	13.4	3.2
지배주주지분 순이익	4,182	3,582	8,161	9,253	9,553
비지배주주지분 순이익	33	10	-1	-1	-1
기타포괄이익	-3,414	-947	68	0	0
총포괄이익	801	2,645	8,229	9,252	9,552

(단위:억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,764	20,879	29,825	38,896	47,177
현금성자산	1,856	3,034	1,518	2,612	4,157
단기투자자산	2,365	6,770	15,570	23,355	30,361
매출채권	1,485	2,544	2,604	2,747	2,547
재고자산	10	21	17	18	17
기타유동자산	567	592	880	929	861
비유동자산	13,649	12,585	12,471	12,038	11,586
유형자산	2,339	3,504	3,060	2,596	2,213
무형자산	544	496	485	474	463
투자자산	9,515	7,469	7,763	7,805	7,747
기타비유동자산	1,251	1,116	1,163	1,163	1,163
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	29,413	33,464	42,296	50,934	58,763
유동부채	4,731	4,498	6,634	6,993	6,490
단기차입금	51	113	111	111	111
매입채무	16	46	69	72	67
유동성장기부채	1,500	0	0	0	0
기타유동부채	3,164	4,339	6,454	6,810	6,312
비유동부채	892	3,844	4,462	4,566	4,421
사채	0	0	2,494	2,494	2,494
장기차입금	0	2,494	0	0	0
장기금융부채	0	85	85	85	85
기타비유동부채	892	1,265	1,883	1,987	1,842
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,623	8,342	11,097	11,559	10,911
지배주주지분	23,677	24,992	31,067	39,243	47,721
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,355	4,355	4,355	4,355
자본조정 등	-4,282	-4,378	-4,378	-4,378	-4,378
기타포괄이익누계액	1,885	1,084	1,139	1,139	1,139
이익잉여금	21,638	23,821	29,840	38,017	46,494
비지배주주지분	113	130	132	132	131
자본총계	23,790	25,122	31,199	39,375	47,852

(단위:억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	3,528	3,922	9,808	9,971	9,604
당기순이익	4,215	3,592	8,160	9,252	9,552
유형자산 상각비	255	512	556	464	383
무형자산 상각비	24	12	11	11	10
외환손익	-115	-56	-96	0	0
운전자본의 감소(증가)	-555	-708	866	244	-342
기타	-296	570	311	0	1
투자활동으로인한현금흐름	683	-2,342	-10,441	-7,827	-6,948
투자자산의 감소(증가)	517	1,222	-261	-42	58
유형자산의 감소	10	8	4	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-267	-510	-99	0	0
기타	423	-3,062	-10,085	-7,785	-7,006
재무활동으로인한현금흐름	-4,244	-457	-988	-1,050	-1,112
차입금의 증가(감소)	-0	2,579	-2,494	0	0
사채의증가(감소)	-1,498	0	2,494	0	0
자본의 증가	0	29	0	0	0
배당금	-1,547	-1,246	-1,076	-1,076	-1,076
기타	-1,199	-1,819	88	26	-36
기타현금흐름	15	55	105	0	0
현금의증가(감소)	-17	1,179	-1,516	1,094	1,545
기초현금	1,873	1,856	3,034	1,518	2,612
기말현금	1,856	3,034	1,518	2,612	4,157

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	19,211	16,365	37,171	42,142	43,511
EPS(지배순이익 기준)	19,061	16,320	37,174	42,146	43,515
BPS(자본총계 기준)	108,436	114,428	142,110	179,353	217,964
BPS(지배지분 기준)	107,923	113,836	141,507	178,753	217,369
DPS	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220
P/E(당기순이익 기준)	24.3	33.1	22.2	19.6	19.0
P/E(지배순이익 기준)	24.5	33.1	22.2	19.6	19.0
P/B(자본총계 기준)	4.3	4.7	5.8	4.6	3.8
P/B(지배지분 기준)	4.3	4.8	5.8	4.6	3.8
EV/EBITDA(Reported)	14.0	19.6	13.6	11.5	10.7
배당수익률	1.3	1.0	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-5.1	-14.8	127.1	13.4	3.2
EPS(지배순이익 기준)	-5.2	-14.4	127.8	13.4	3.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.5	14.7	29.0	26.2	21.9
ROE(지배순이익 기준)	16.4	14.7	29.1	26.3	22.0
ROA	13.0	11.4	21.5	19.8	17.4
안정성 (%)					
부채비율	23.6	33.2	35.6	29.4	22.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	184.7	56.9	123.5	137.7	139.6

** K-IFRS 연결 기준*

Company Report
2020. 07. 20

CJ ENM (035760)

BUY
TP 170,000원

하반기 미디어 실적 회복 기대

Analyst 황성진
02-3787-2658 hsj@hmsec.com

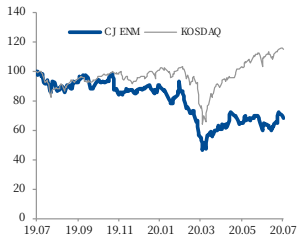
현재주가 (7/17)	120,600원
상승여력	41.0%
시가총액	26,490억원
발행주식수	21,929천주
자본금/액면가	1,106억원/5,000원
52주 최고가/최저가	175,900원/81,500원
일평균 거래대금 (60일)	150억원
외국인지분율	19.19%
주요주주	CJ 외 5 인 42.70%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	9.2	12.6	-23.4
상대주가(%p)	3.6	-9.4	-32.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	5,886	8,544	170,000
After	6,614	7,591	170,000
Consensus	6,639	8,472	161,568
Cons. 차이	-0.4%	-10.4%	5.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 상반기 Covid-19 영향으로 커머스 부문은 언택트 기반 수요 증가와 제품 믹스 개선으로 상대적인 호조세를 보인 것으로 평가. 다만 미디어 부문의 실적 둔화현상은 불가피. 영화와 음악 부문의 수요위축과 더불어, 방송 광고 역시 경기둔화의 영향을 받을 수 밖에 없었음. 디지털 부문의 성장을 통해 일부 부정적 영향은 상쇄되었으나, 여전히 한계가 있는 상황
- 하반기에도 언택트 기조 확대에 따른 커머스 부문의 선전은 예상되나, 미디어 부문의 영업환경은 녹록치 않은 상황. 방송 부문은 컨텐츠 제작비 축소와 비용통제 등을 통해 마진 관리에 나설 것으로 보임. 이미 계획되어 있는 텐트폴 작품 라인업에 대한 훼손을 최소화하는 선에서, 편성 재구성 및 비용 집행 효율화를 통해 전년 대비 약 10 ~15% 수준의 제작비를 절감할 것으로 보임. 방송광고 시장의 침체에 대비하기 위해 디지털 전환에도 역점을 기울이며 탄력적인 운용체계를 가져갈 것

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 매출액은 9,234억원(-8.1% YoY, 헬로비전 제외), 영업이익은 564억원(-41.8% YoY)을 기록할 것으로 추정
- 커머스 부문 영업이익은 413억원(+14.6% YoY)으로 견조한 모습을 보일 전망. 사회적 거리두기에 따른 온라인 커머스 수요 증가와 제품 믹스 개선에 따른 수익성 중심 포트폴리오 강화 전략이 유효했던 것으로 평가
- 미디어 부문 영업이익은 161억원(-55.9% YoY)을 기록할 것으로 추정. Covid-19 영향에 따른 광고수요 위축으로 TV광고의 역성장이 불가피할 것으로 보임. 다만 유튜브, Tving 등을 통한 디지털 매출은 호조세를 보일 것으로 추정
- 하반기 실적은 점진적으로 회복될 것. 커머스 부문의 수요 증가세는 꾸준히 지속될 것으로 전망되는 가운데, 영화/음악 등의 사업부문은 2분기를 기점으로 최악의 국면은 지난 것으로 평가. 방송 부문 역시 제작비 통제와 디지털 전환을 통한 수익성 제고에 역점을 기울일 것. 만약 일각에서 제기되고 있는 한한령 해제가 가시화된다면, 중국향 컨텐츠 판매 관련 수혜도 기대해 볼 수 있을 것

주가전망 및 Valuation

- 미디어 컨텐츠에 대한 수요는 디지털 중심으로 더욱 확대될 것이며, 동사의 브랜드와 컨텐츠 경쟁력 강화 기조 역시 유지될 것으로 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 170,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	23,604	1,821	1,626	7,084	11,514	-45.3	17.5	1.6	9.1	8.6	0.6
2019	37,897	2,694	1,042	10,283	4,754	-58.7	33.6	1.2	4.0	3.7	0.9
2020F	36,539	2,266	1,450	10,040	6,614	39.1	18.6	0.9	3.3	4.8	1.1
2021F	40,041	2,878	1,665	10,443	7,591	14.8	16.2	0.8	3.0	5.3	1.1
2022F	41,540	3,088	1,866	9,988	8,507	12.1	14.4	0.8	3.1	5.7	1.1

*K-IFRS 연결 기준

현대차증권

<표1> CJ ENM 2분기 실적 전망

(단위: 억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q19	1Q20	2Q20F	(YoY)	(QoQ)	2Q20F	대비
매출액	12,604	8,108	9,234	-26.7%	13.9%	8,668	6.5%
영업이익	968	397	564	-41.7%	42.1%	557	1.3%
세전순이익	945	391	503	-46.8%	28.6%	537	-6.3%
순이익	658	302	379	-42.4%	25.5%	386	-1.8%

자료 : CJ ENM, Fnguide, 현대차증권

<표2> CJ ENM 분기실적 추이 및 전망

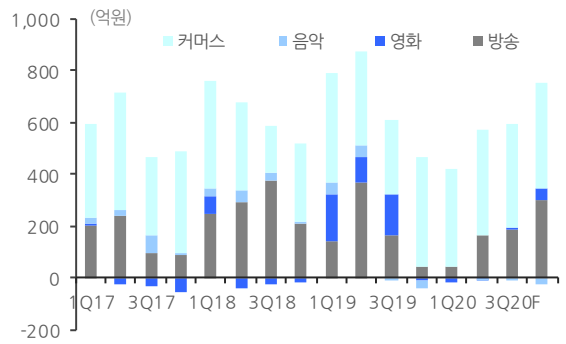
(단위 : 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	8,602	10,055	9,099	10,141	8,108	9,234	9,322	9,876
방송	3,800	4,264	4,269	4,451	3,408	4,159	4,357	4,771
영화	1,041	678	843	931	543	488	623	713
음악	521	1,538	629	660	398	405	661	693
커머스	3,241	3,576	3,358	4,099	3,759	4,182	3,682	3,699
영업이익	790	874	603	427	397	564	579	726
영업이익률	9.2%	8.7%	6.6%	4.2%	4.9%	6.1%	6.2%	7.3%
방송	137	365	161	46	39	161	185	297
영화	188	100	158	-10	-20	-6	11	49
음악	46	49	-10	-28	0	-5	-12	-25
커머스	420	360	294	418	379	413	395	405
세전계속사업이익	771	892	539	-306	392	503	529	667
세전이익률	9.0%	8.9%	5.9%	n/a	4.8%	5.4%	5.7%	6.8%
순이익	490	658	309	-871	302	379	406	541
순이익률	5.7%	6.5%	3.4%	n/a	3.7%	4.1%	4.4%	5.5%

자료 : CJ ENM, 현대차증권

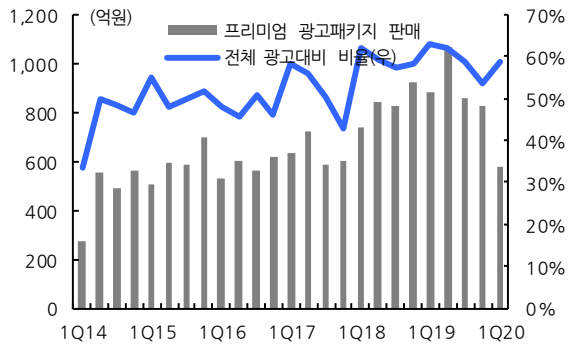
주 : K-IFRS 연결 기준, CJ헬로 중단사업으로 반영

<그림1> 부문별 영업이익



자료 : CJ ENM, 현대차증권

<그림2> 프리미엄 광고패키지 판매



자료 : 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	23,604	37,897	36,539	40,041	41,540
증가율 (%)	4.4	60.6	-3.6	9.6	3.7
매출원가	12,338	23,276	21,673	23,840	24,551
매출원가율 (%)	52.3	61.4	59.3	59.5	59.1
매출총이익	11,265	14,621	14,866	16,201	16,989
매출이익률 (%)	47.7	38.6	40.7	40.5	40.9
증가율 (%)	-11.4	29.8	1.7	9.0	4.9
판매관리비	9,445	11,927	12,600	13,322	13,901
판관비율(%)	40.0	31.5	34.5	33.3	33.5
EBITDA	7,084	10,283	10,040	10,443	9,988
EBITDA 이익률 (%)	30.0	27.1	27.5	26.1	24.0
증가율 (%)	51.0	45.2	-2.4	4.0	-4.4
영업이익	1,821	2,694	2,266	2,878	3,088
영업이익률 (%)	7.7	7.1	6.2	7.2	7.4
증가율 (%)	-18.9	47.9	-15.9	27.0	7.3
영업외손익	-160	-1,190	-655	-931	-871
금융수익	310	453	782	480	480
금융비용	237	557	640	400	400
기타영업외손익	-233	-1,086	-797	-1,011	-951
종속/관계기업관련손익	-23	392	478	444	458
세전계속사업이익	1,639	1,896	2,089	2,392	2,675
세전계속사업이익률	6.9	5.0	5.7	6.0	6.4
증가율 (%)	-11.1	15.7	10.2	14.5	11.8
법인세비용	210	853	461	524	582
계속사업이익	1,429	1,043	1,628	1,868	2,093
중단사업이익	413	-456	0	0	0
당기순이익	1,842	586	1,628	1,868	2,093
당기순이익률 (%)	7.8	1.5	4.5	4.7	5.0
증가율 (%)	28.5	-68.2	177.8	14.7	12.0
지배주주지분 순이익	1,626	1,042	1,450	1,665	1,866
비지배주주지분 순이익	216	-456	177	203	228
기타포괄이익	-506	176	75	0	0
총포괄이익	1,337	762	1,703	1,868	2,093

(단위:억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	18,066	16,761	20,289	23,834	26,912
현금성자산	4,534	2,698	6,654	9,378	11,007
단기투자자산	951	1,132	1,468	1,589	1,720
매출채권	8,806	8,354	7,817	8,160	8,994
재고자산	942	1,205	1,131	1,223	1,283
기타유동자산	2,832	3,372	3,215	3,480	3,904
비유동자산	49,484	37,588	39,116	39,039	39,708
유형자산	13,982	9,477	10,507	11,531	12,454
무형자산	18,269	10,379	9,158	7,448	6,561
투자자산	15,173	15,838	17,287	17,896	18,530
기타비유동자산	2,060	1,894	2,164	2,164	2,163
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	67,549	54,349	59,405	62,873	66,620
유동부채	20,218	16,606	19,845	21,385	22,306
단기차입금	6,928	1,374	5,996	6,096	6,296
매입채무	1,862	2,695	2,468	2,669	2,800
유동성장기부채	2,009	2,904	2,402	2,902	2,902
기타유동부채	9,419	9,633	8,979	9,718	10,308
비유동부채	13,075	6,224	6,745	7,080	8,088
사채	7,623	2,644	1,164	1,214	1,214
장기차입금	2,705	249	2,095	2,095	2,795
장기금융부채	61	54	24	24	24
기타비유동부채	2,686	3,277	3,462	3,747	4,055
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	33,293	22,830	26,590	28,465	30,394
지배주주지분	27,632	29,465	30,442	31,832	33,423
자본금	1,106	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	22,450	23,296	23,295	23,295	23,295
자본조정 등	-5,117	-5,119	-5,119	-5,119	-5,119
기타포괄이익누계액	-1,505	-1,273	-1,195	-1,195	-1,195
이익잉여금	10,699	11,455	12,356	13,745	15,336
비지배주주지분	6,624	2,054	2,372	2,575	2,803
자본총계	34,256	31,519	32,814	34,407	36,226

(단위:억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	5,867	7,434	8,267	9,483	8,231
당기순이익	1,842	586	1,628	1,868	2,093
유형자산 상각비	1,802	2,166	1,435	1,854	2,013
무형자산 상각비	3,462	5,422	6,339	5,711	4,887
외환손익	37	-10	-20	-4	2
운전자본의 감소(증가)	-1,488	-2,578	-286	498	-307
기타	212	1,848	-829	-444	-457
투자활동으로인한현금흐름	-1,584	-2,877	-8,503	-7,160	-7,245
투자자산의 감소(증가)	-12,694	-17	-889	-165	-176
유형자산의 감소	34	45	5	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,292	-2,823	-2,295	-2,878	-2,936
기타	13,368	-82	-5,324	-4,117	-4,133
재무활동으로인한현금흐름	-889	-6,413	4,152	402	643
차입금의 증가(감소)	2,752	-2,463	1,816	0	700
사채의증가(감소)	2,512	-4,978	-1,480	50	0
자본의 증가	22,441	847	-1	0	0
배당금	-208	-262	-275	-275	-275
기타	-28,386	443	4,092	627	218
기타현금흐름	-3	23	40	0	0
현금의증가(감소)	3,391	-1,834	3,956	2,724	1,628
기초현금	1,143	4,534	2,698	6,654	9,378
기말현금	4,534	2,700	6,654	9,378	11,007

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	13,042	2,673	7,422	8,518	9,547
EPS(지배순이익 기준)	11,514	4,754	6,614	7,591	8,507
BPS(자본총계 기준)	156,234	143,731	149,638	156,903	165,196
BPS(지배지분 기준)	126,022	134,364	138,823	145,160	152,414
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400
P/E(당기순이익 기준)	15.5	59.7	16.5	14.4	12.9
P/E(지배순이익 기준)	17.5	33.6	18.6	16.2	14.4
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.1	0.8	0.8	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.6	1.2	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	9.1	4.0	3.3	3.0	3.1
배당수익률	0.6	0.9	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-43.5	-79.5	177.7	14.8	12.1
EPS(지배순이익 기준)	-45.3	-58.7	39.1	14.8	12.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.5	1.8	5.1	5.6	5.9
ROE(지배순이익 기준)	8.6	3.7	4.8	5.3	5.7
ROA	3.9	1.0	2.9	3.1	3.2
안정성 (%)					
부채비율	97.2	72.4	81.0	82.7	83.9
순차입금비율	40.4	11.6	11.8	5.0	2.4
이자보상배율	12.3	9.1	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결 기준*

Company Report
2020. 07. 20

스튜디오드래곤 (253450)

BUY
TP 115,000원

무한한 성장 잠재력

Analyst 황성진
02-3787-2658 hsj@hmsec.com

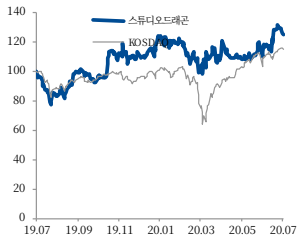
현재주가 (7/17)	88,000원
상승여력	30.7%
시가총액	24,725억원
발행주식수	28,096천주
자본금/액면가	140억원/500원
52주 최고가/최저가	92,500원/54,000원
일평균 거래대금 (60일)	290억원
외국인지분율	8.81%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.31%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.0	3.8	1.3
상대주가(%p)	5.3	-16.5	-10.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	1,572	2,084	100,000
After	1,544	2,320	115,000
Consensus	1,591	2,053	103,083
Cons. 차이	-3.0%	13.0%	11.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- K-드라마 확산의 선봉에 선 국내 최고 드라마 스튜디오로서의 명성과 가치는 향후에도 지속될 것. 넷플릭스로 대표되는 글로벌 시장 진출의 성과는 앞으로도 더욱 가속화될 것이며, 국내 Captive 채널 편성의 가시성은 안정적인 수익기반을 유지시켜 주는 초석으로 작용할 것
- 100여명의 작가진과 각 50여명의 연출 및 PD를 보유하고, 연간 30여편 이상의 드라마 제작 능력을 갖춘 스튜디오로, 컨텐츠 제작역량은 이미 국내외적으로 평가 완료된 상황. 특히 넷플릭스와의 계약을 통해 향후 3년간 21편 이상의 드라마 공급 예정. 그동안 넷플릭스에 공급한 많은 작품들이 동남아는 물론 글로벌 전역에서 높은 트래픽을 불러 일으키며 인기몰이중
- Covid-19에 따른 언택트 문화 확산, OTT플랫폼의 약진과 K-드라마에 대한 글로벌 수요 증가 등의 기조를 감안하면 높은 성장세는 당분간 이어질 것으로 전망

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 예상 매출액은 1,390억원(+8.4% YoY), 영업이익은 169억원(+56.8% YoY)를 기록할 것으로 추정. 넷플릭스에 동시 방영되며 non-Captive 채널에 편성된 <더 킹: 영원의 군주> 효과가 온기 반영될 것이고, 인기 구작 IP들의 넷플릭스 판매 또한 당 분기에 이루어졌기 때문
- 향후 성장의 모멘텀은 해외 판권 판매 부문에서 나타날 것. 기존 넷플릭스와의 공급계약 뿐만 아니라, 신규 해외 업체들을 통한 추가 판권 판매 가능성은 여전히 상존. 동사 제작 드라마의 검증된 작품성과 흥행성을 감안할 때, 향후 다른 해외 OTT들의 국내 시장 진출시 최우선적으로 소싱을 검토할 가능성이 가장 높은 업체인 것으로 판단
- 또한 한한령 이후 판로가 막혀 있는 중국 시장에 대한 분위기가 반전될 경우, 추가적인 성장 모멘텀 발현 가능할 것. 한한령 이전 작품들의 판매가 대략 100억원 수준에 판매되었던 점을 감안하면, 향후 한한령 해제시 의미있는 수준의 이익 기여도 가능할 것

주가전망 및 Valuation

- 성장추세에 높은 가산점을 줄만한 시점. 해외 진출 확대 기조와 더불어 높아진 수익성 및 추가적인 성장 가능성에 주목. 투자의견 BUY와 목표주가 115,000원(22F 예상 EPS에 Target P/E Multiple 40.0배 적용)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	3,796	399	358	1,152	1,278	21.7	72.3	6.5	21.1	9.3	0.0
2019	4,687	287	264	1,455	941	-26.3	85.9	5.3	14.9	6.4	0.0
2020F	5,153	573	434	1,758	1,544	64.0	57.3	5.3	13.4	9.6	0.0
2021F	5,883	779	652	2,033	2,320	50.2	38.2	4.6	11.3	12.9	0.0
2022F	6,138	1,006	827	2,283	2,945	26.9	30.1	4.0	9.7	14.3	0.0

K-IFRS 연결 기준

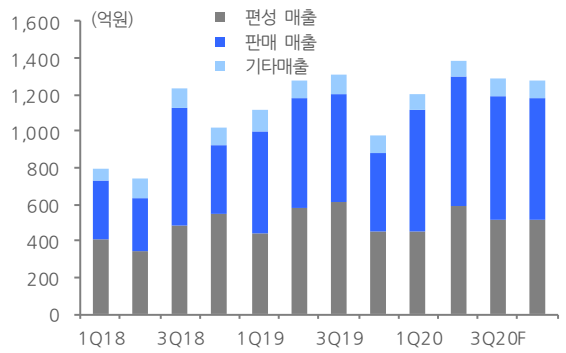
현대차증권

<표1> 스튜디오드래곤 분기실적 추이 (단위:억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	1,118	1,282	1,312	974	1,203	1,390	1,286	1,274
편성	441	581	608	457	452	589	511	511
판매	562	603	600	428	669	708	684	674
국내	136	181	161	111	141	150	133	133
해외	248	426	422	439	317	528	557	551
기타	95	115	98	104	89	82	93	92
총영업비용	1,008	1,175	1,202	1,015	1,087	1,221	1,145	1,127
매출원가	968	1,128	1,159	952	1,036	1,166	1,091	1,061
판관비	40	46	44	62	51	55	53	66
영업이익	110	108	109	-40	116	169	142	146
영업이익률	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.7%	12.2%	11.0%	11.5%
세전계속사업이익	132	119	131	-52	120	177	136	151
세전이익률	11.8%	9.3%	10.0%	-5.3%	10.0%	12.8%	10.6%	11.9%
순이익	92	73	115	-16	85	133	102	114
순이익률	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	9.6%	7.9%	8.9%

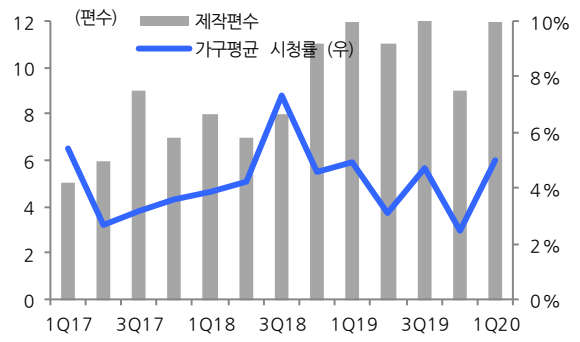
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준,

<그림1> 스튜디오드래곤 매출 추이



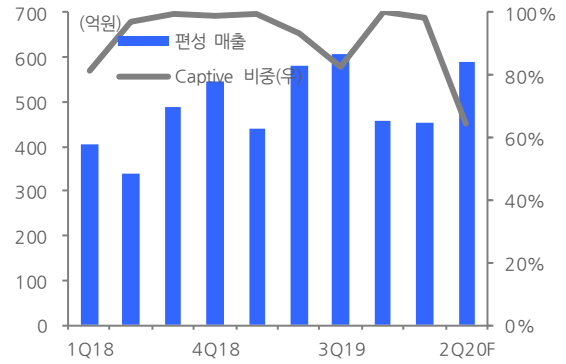
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

<그림2> 스튜디오 드래곤 평균 시청률과 제작편수



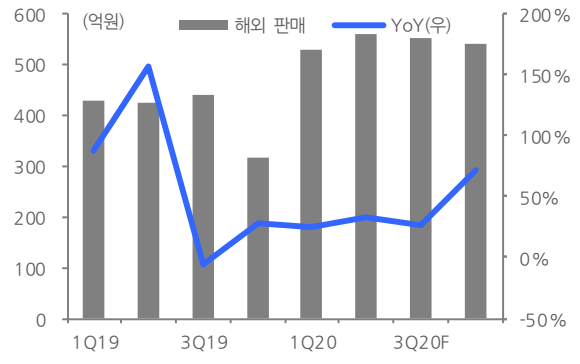
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

<그림3> 드라마 편성 매출과 Captive 비중



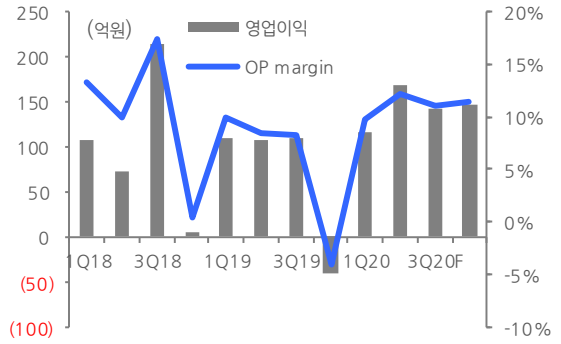
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

<그림4> 해외 판권 판매 증가



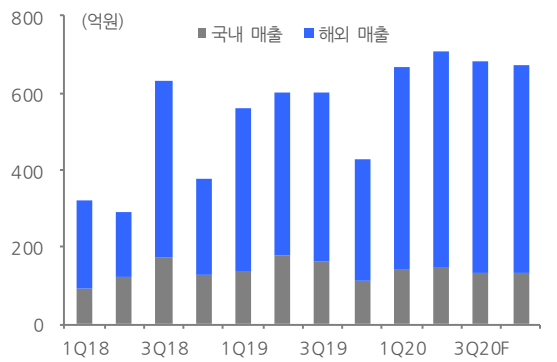
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

<그림5> 수익성 추이



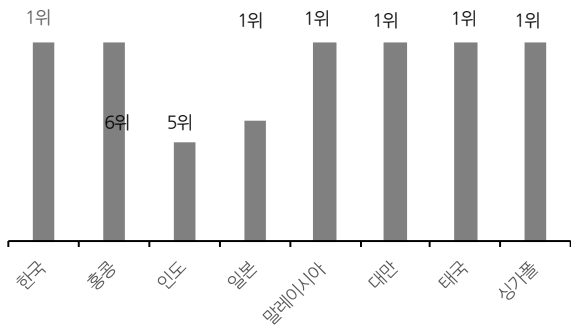
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

<그림6> 판권 판매 추이



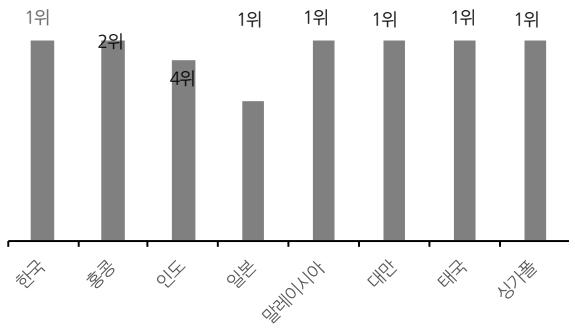
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

<그림7> 국가별 넷플릭스 흥행 : 더 킹 영원의 군주



자료 : flixpatrol, 현대차증권
주 : 6월 3주차 기준

<그림8> 국가별 넷플릭스 흥행 : 사이코지만 괜찮아



자료 : flixpatrol, 현대차증권
주 : 7월 2주차 기준

(단위:억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,796	4,687	5,153	5,883	6,138
증가율 (%)	32.4	23.5	9.9	14.2	4.3
매출원가	3,240	4,208	4,355	4,846	4,845
매출원가율 (%)	85.4	89.8	84.5	82.4	78.9
매출총이익	556	479	798	1,037	1,293
매출이익률 (%)	14.6	10.2	15.5	17.6	21.1
증가율 (%)	18.0	-13.8	66.6	29.9	24.7
판매관리비	157	192	225	258	287
판관비율(%)	4.1	4.1	4.4	4.4	4.7
EBITDA	1,152	1,455	1,758	2,033	2,283
EBITDA 이익률 (%)	30.3	31.0	34.1	34.6	37.2
증가율 (%)	55.0	26.3	20.8	15.6	12.3
영업이익	399	287	573	779	1,006
영업이익률 (%)	10.5	6.1	11.1	13.2	16.4
증가율 (%)	20.9	-28.1	99.7	36.0	29.1
영업외손익	58	44	11	95	102
금융수익	66	104	147	129	138
금융비용	5	61	135	34	36
기타영업외손익	-3	1	-1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	456	331	585	874	1,109
세전계속사업이익률	12.0	7.1	11.4	14.9	18.1
증가율 (%)	50.5	-27.4	76.7	49.4	26.9
법인세비용	98	66	151	222	282
계속사업이익	358	264	434	652	827
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	358	264	434	652	827
당기순이익률 (%)	9.4	5.6	8.4	11.1	13.5
증가율 (%)	50.4	-26.3	64.4	50.2	26.8
지배주주지분 순이익	358	264	434	652	827
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-7	6	0	0
총포괄이익	347	257	440	652	827

(단위:억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,472	2,445	2,813	3,683	4,566
현금성자산	1,530	598	980	1,576	2,375
단기투자자산	22	409	8	10	10
매출채권	688	836	1,090	1,270	1,326
재고자산	6	0	0	0	0
기타유동자산	184	445	565	658	686
비유동자산	2,652	3,371	3,678	3,739	3,769
유형자산	10	12	6	5	5
무형자산	1,985	2,331	2,498	2,548	2,575
투자자산	37	134	262	273	277
기타비유동자산	620	894	912	913	912
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,124	5,816	6,491	7,422	8,335
유동부채	1,082	1,451	1,687	1,966	2,051
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	196	184	141	164	172
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	886	1,267	1,546	1,802	1,879
비유동부채	29	82	82	82	82
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	21	79	80	80	80
기타비유동부채	8	3	2	2	2
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,111	1,533	1,769	2,048	2,134
지배주주지분	4,013	4,283	4,722	5,374	6,201
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	3,201	3,217	3,217	3,217	3,217
자본조정 등	3	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-8	-10	-4	-4	-4
이익잉여금	676	935	1,369	2,021	2,848
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,013	4,283	4,722	5,374	6,201

(단위:억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-291	-122	1,118	1,847	2,062
당기순이익	358	264	434	652	827
유형자산 상각비	3	18	24	17	16
무형자산 상각비	750	1,150	1,160	1,237	1,261
외환손익	-5	6	23	-20	10
운전자본의 감소(증가)	-1,394	-1,429	-562	-8	-2
기타	-3	-131	39	-31	-50
투자활동으로인한현금흐름	1,406	-810	-738	-1,257	-1,259
투자자산의 감소(증가)	-7	-98	-128	-11	-3
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-6	-13	-16	-16
기타	1,415	-708	-597	-1,230	-1,240
재무활동으로인한현금흐름	-97	-0	-5	6	-4
차입금의 증가(감소)	21	58	1	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	17	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-123	-75	-6	6	-4
기타현금흐름	-1	-0	8	0	0
현금의증가(감소)	1,017	-932	382	596	799
기초현금	513	1,530	598	980	1,576
기말현금	1,530	598	980	1,576	2,375

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,278	941	1,544	2,320	2,945
EPS(지배순이익 기준)	1,278	941	1,544	2,320	2,945
BPS(자본총계 기준)	14,305	15,242	16,807	19,126	22,071
BPS(지배지분 기준)	14,305	15,242	16,807	19,126	22,071
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	72.3	85.9	57.3	38.2	30.1
P/E(지배순이익 기준)	72.3	85.9	57.3	38.2	30.1
P/B(자본총계 기준)	6.5	5.3	5.3	4.6	4.0
P/B(지배지분 기준)	6.5	5.3	5.3	4.6	4.0
EV/EBITDA(Reported)	21.1	14.9	13.4	11.3	9.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	21.7	-26.3	64.0	50.2	26.9
EPS(지배순이익 기준)	21.7	-26.3	64.0	50.2	26.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.3	6.4	9.6	12.9	14.3
ROE(지배순이익 기준)	9.3	6.4	9.6	12.9	14.3
ROA	7.4	4.8	7.1	9.4	10.5
안정성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	37.5	38.1	34.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	343.0	58.1	82.0	99.9	125.3

** K-IFRS 연결 기준*

Company Report
2020. 07. 20

Coverage Initiation

제이콘텐트리 (036420)

BUY
TP 44,000원

떠오르는 드라마 맛집

Analyst 황성진
02-3787-2658 hsj@hmsec.com

현재주가 (7/17)	32,700원
상승여력	34.6%
시가총액	5,415억원
발행주식수	16,385천주
자본금/액면가	819억원/5,000원
52주 최고가/최저가	46,200원/20,350원
일평균 거래대금 (60일)	57억원
외국인지분율	4.48%
주요주주	중앙홀딩스 외 2 인 41.37%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.9	-6.8	-24.1
상대주가(%p)	2.7	-20.7	-21.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	-1,041	1,664	44,000
Consensus	-202	1,776	41,912
Cons. 차이	415.3%	-6.3%	5.0%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 방송 부문의 양호한 성장세와 향후 전망에 대한 기대감은 향후에도 유효. 컨텐츠 경쟁력에 기반한 드라마 부문의 호조세는 Captive 채널 경쟁력 확대와 맞물린 선순환 구조를 형성하고 있으며, 글로벌 OTT에 대한 수요확대에 힘입어 판권 매출 역시 호조세를 보이고 있음. 넷플릭스와의 드라마 공급계약을 통해 향후 안정적인 글로벌 유통경로를 확보했다는 점에 주목해야 하며, 향후 추가적인 판권 판매 확대도 기대
- 반면 극장 부문의 불가피한 부진은 이러한 긍정적 효과를 상쇄하고 있는 상황. Covid-19 영향으로 국내 상영관 시장 수요가 급감하며 부진이 지속되고 있음. 2분기를 저점으로 회복 가능성이 보이고 있으나, 본격적인 회복은 21년 이후에나 가능할 것으로 전망
- 8월 1일부로 드라마 투자 사업 부문을 물적분할하여 제이콘텐트리스튜디오를 출범시킬 계획. 향후 드라마 제작/유통을 담당하고 있는 jTBC스튜디오와 합병할 가능성이 높은 것으로 예상. 이는 드라마 사업 전반에 대한 경쟁력 강화와 효율성 제고를 위한 것으로, 드라마의 투자/기획/제작/유통을 아우르는 전문 드라마 스튜디오로 거듭날 것

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 매출액은 892억원(-32.0% YoY), 영업손실은 132억원(적전 YoY)을 기록하며 1분기에 이어 부진기조를 이어갈 전망. 이는 Covid-19 영향으로 영화 부문의 불가피한 부진이 이어질 것으로 전망되기 때문. 영화 부문의 2분기 영업손실은 201억원(적전 YoY)으로 추정
- 반면, 방송 부문의 실적은 견조한 모습을 보이며, 77억원(+649.2% YoY)의 영업이익을 기록할 것으로 전망. <부부의 세계>의 흥행 호조, <이태원 클라쓰>의 분기 이연 효과 및 <쌍갑포차>의 넷플릭스 동시방영 등의 효과가 반영될 것이기 때문
- 3분기 조심스러운 영화 부문의 개선을 예상. 6월 말 <살아있다> 개봉을 기점으로 다소 회복되기 시작한 상영관 시장은 <반도>, <강철비2>, <다만 악에서 구하소서> 등 신작의 개봉이 이어지면서 최악의 국면은 벗어날 것으로 보임. 방송 부문 역시 Captive 채널의 드라마 편성슬롯 확대효과와 OTT 판매효과에 힘입어 호조세를 보일 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- Captive 채널의 경쟁력 강화와 검증된 컨텐츠 제작역량 및 향후 성장 가능성에 주목. 투자의견 BUY와 SOTP 방식에 따른 목표주가 44,000원 제시(표2 참조)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	5,113	347	184	770	1,448	171.9	30.8	1.9	9.7	7.4	0.0
2019	5,542	354	11	1,238	78	-94.6	494.4	1.7	6.7	0.3	0.0
2020F	4,784	-118	-167	494	-1,041	적전	NA	1.8	17.9	NA	0.0
2021F	6,274	519	273	1,194	1,664	흑전	20.6	1.7	7.2	8.5	0.0
2022F	6,801	602	352	1,310	2,148	29.1	15.9	1.5	6.4	10.0	0.0

** K-IFRS 연결 기준*

현대차증권

<표1> 제이콘텐트리 분기실적 추이

(단위:억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	1,263	1,311	1,430	1,538	1,030	892	1,295	1,567
방송 부문	525	486	519	686	515	721	682	699
영화 부문	738	820	915	855	412	171	613	868
영업이익	111	163	153	-72	-156	-132	35	136
영업이익률	8.8%	12.4%	10.7%	-4.7%	-15.2%	-14.8%	2.7%	8.7%
방송 부문	57	10	47	-99	-26	77	58	71
영화 부문	54	156	111	68	-122	-201	-15	75
세전계속사업이익	83	153	122	-150	-184	-160	8	107
세전이익률	6.6%	11.7%	8.5%	-9.8%	-17.9%	-17.9%	0.6%	6.8%
순이익	75	121	72	-162	-187	-139	7	103
순이익률	5.9%	9.2%	5.0%	-10.5%	-18.1%	-15.6%	0.5%	6.6%

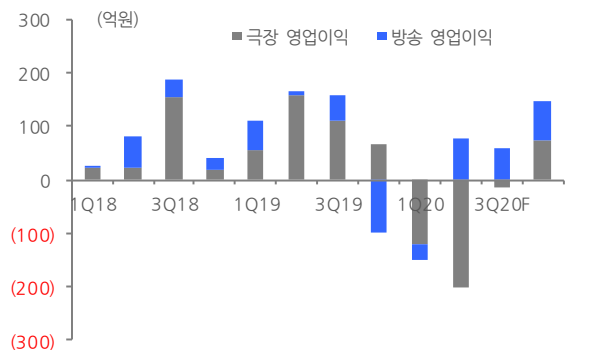
자료 : 제이콘텐트리, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준,

<표2> 제이콘텐트리 Valuation

	2021F	비고
영업가치(억원)	9,450	
방송 부문	6,768	21년 방송 부문 Noplat에 Multiple 25배 적용
영화 부문	2,681	21년 영화 부문 Noplat에 Multiple 10배 적용
순차입금(억원)	2,145	
적정시가총액(억원)	7,251	
발행주식수(백만주)	1,639	
목표주가(원)	44,251	

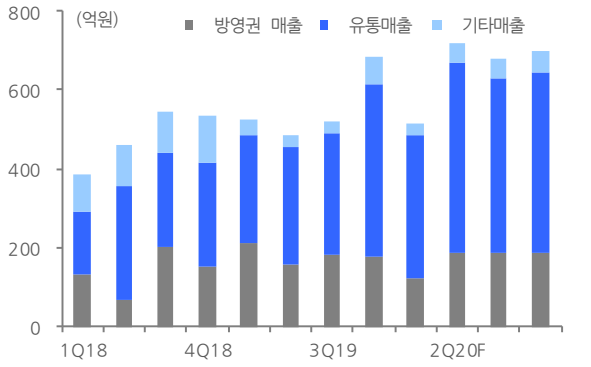
자료 : 제이콘텐트리, 현대차증권
주 : 영화사업의 정상화 및 OTT향 판권 매출 가치가 온기로 반영되는 21년 실적 기준

<그림1> 부문별 영업이익



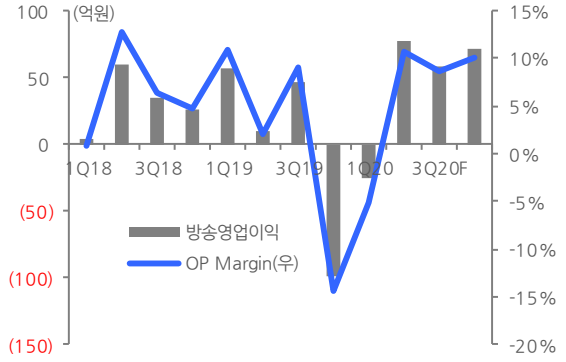
자료 : 현대차증권

<그림2> 방송매출 추이



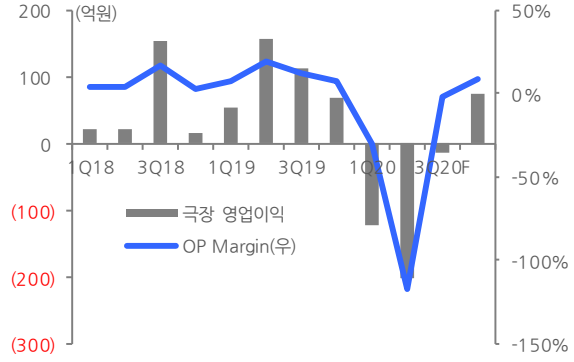
자료 : 제이콘텐트리, 현대차증권

<그림3> 방송 부문 영업이익



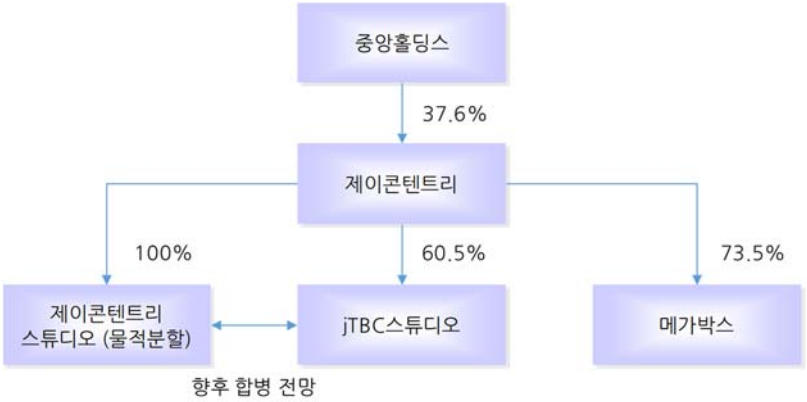
자료 : 현대차증권

<그림4> 영화 부문 영업이익



자료 : 제이콘텐트리, 현대차증권

<그림5> 제이콘텐트리 스튜디오 물적분할



자료 : 제이콘텐트리, 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,113	5,542	4,784	6,274	6,801
증가율 (%)	21.7	8.4	-13.7	31.1	8.4
매출원가	2,738	3,145	2,915	3,550	3,906
매출원가율 (%)	53.5	56.7	60.9	56.6	57.4
매출총이익	2,375	2,397	1,869	2,724	2,894
매출이익률 (%)	46.5	43.3	39.1	43.4	42.6
증가율 (%)	7.7	0.9	-22.0	45.7	6.2
판매관리비	2,027	2,043	1,987	2,205	2,292
판관비율 (%)	39.6	36.9	41.5	35.1	33.7
EBITDA	770	1,238	494	1,194	1,310
EBITDA 이익률 (%)	15.1	22.3	10.3	19.0	19.3
증가율 (%)	30.1	60.8	-60.1	141.7	9.7
영업이익	347	354	-118	519	602
영업이익률 (%)	6.8	6.4	-2.5	8.3	8.9
증가율 (%)	4.2	2.0	적전	흑전	16.0
영업외손익	-11	-140	-111	-137	-110
금융수익	48	67	49	42	51
금융비용	83	158	169	164	156
기타영업외손익	24	-49	9	-15	-5
종속/관계기업관련손익	-1	-6	-0	0	0
세전계속사업이익	336	208	-229	381	492
세전계속사업이익률	6.6	3.8	-4.8	6.1	7.2
증가율 (%)	37.7	-38.1	적전	흑전	29.1
법인세비용	80	102	-13	28	36
계속사업이익	256	106	-216	353	456
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	256	106	-216	353	456
당기순이익률 (%)	5.0	1.9	-4.5	5.6	6.7
증가율 (%)	134.9	-58.6	적전	흑전	29.2
지배주주지분 순이익	184	11	-167	273	352
비지배주주지분 순이익	71	95	-49	80	104
기타포괄이익	43	21	0	0	0
총포괄이익	299	127	-216	353	456

(단위:억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,421	2,368	2,942	2,780	3,144
현금성자산	1,416	640	498	271	427
단기투자자산	563	306	530	544	589
매출채권	771	674	748	768	832
재고자산	329	256	542	556	602
기타유동자산	343	492	624	641	694
비유동자산	4,791	9,249	10,148	10,357	10,638
유형자산	2,085	2,579	2,749	2,903	3,067
무형자산	874	1,339	1,402	1,424	1,436
투자자산	822	993	1,455	1,488	1,593
기타비유동자산	1,010	4,338	4,542	4,542	4,542
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,212	11,616	13,089	13,137	13,781
유동부채	2,711	3,392	4,786	4,515	4,554
단기차입금	629	723	2,564	2,064	1,914
매입채무	151	184	93	95	103
유동성장기부채	560	991	0	170	170
기타유동부채	1,371	1,494	2,129	2,186	2,367
비유동부채	1,292	4,018	4,235	4,201	4,351
사채	371	406	0	0	0
장기차입금	432	100	474	304	304
장기금융부채	218	363	368	368	368
기타비유동부채	271	3,149	3,393	3,529	3,679
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,003	7,411	9,021	8,716	8,904
지배주주지분	3,370	3,188	3,088	3,360	3,712
자본금	720	720	819	819	819
자본잉여금	1,583	1,545	1,545	1,545	1,545
자본조정 등	-51	-54	-54	-54	-54
기타포괄이익누계액	163	143	95	95	95
이익잉여금	955	834	682	955	1,307
비지배주주지분	839	1,018	980	1,061	1,165
자본총계	4,209	4,206	4,068	4,421	4,877

(단위:억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금	248	398	419	1,177	1,333
당기순이익	256	106	-216	353	456
유형자산 상각비	177	486	236	258	279
무형자산 상각비	246	397	375	418	429
외환손익	-2	0	-20	6	-3
운전자본의 감소(증가)	-535	-594	70	142	172
기타	106	3	-26	0	0
투자활동으로인한현금	-478	-1,012	-1,181	-905	-1,031
투자자산의 감소(증가)	-11	-138	-461	-33	-105
유형자산의 감소	4	38	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-288	-699	-320	-412	-444
기타	-183	-213	-401	-460	-482
재무활동으로인한현금	1,152	-162	619	-499	-146
장기차입금의	83	-187	379	-170	0
사채의증가(감소)	-183	35	-406	0	0
자본의 증가	1,548	-38	99	0	0
배당금	-13	-13	0	0	0
기타	-283	41	547	-329	-146
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	922	-776	-142	-227	156
기초현금	494	1,416	640	498	271
기말현금	1,416	640	498	271	427

(단위:원, 배, %)

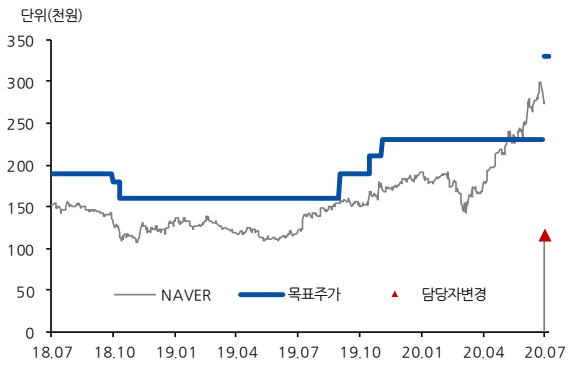
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	2,006	738	-1,348	2,154	2,781
EPS(지배순이익 기준)	1,448	78	-1,041	1,664	2,148
BPS(자본총계 기준)	29,218	29,193	24,829	26,983	29,764
BPS(지배지분 기준)	23,391	22,129	18,845	20,509	22,657
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	22.2	52.3	-25.4	15.9	12.3
P/E(지배순이익 기준)	30.8	494.4	-32.9	20.6	15.9
P/B(자본총계 기준)	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(Reported)	9.7	6.7	17.9	7.2	6.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	122.7	-63.2	적전	흑전	29.1
EPS(지배순이익 기준)	171.9	-94.6	적전	흑전	29.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.8	2.5	-5.2	8.3	9.8
ROE(지배순이익 기준)	7.4	0.3	-5.3	8.5	10.0
ROA	3.4	1.1	-1.7	2.7	3.4
안정성 (%)					
부채비율	95.1	176.2	221.7	197.1	182.6
순차입금비율	5.7	39.8	59.8	48.5	36.9
이자보상배율	4.2	2.5	NA	3.2	3.9

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.07.02	BUY	190,000	-21.96	-17.68
2018.10.16	BUY	180,000	-29.92	-27.78
2018.10.26	BUY	160,000	-22.19	-13.44
2019.04.26	AFTER 6M	160,000	-20.88	-3.44
2019.09.17	BUY	190,000	-18.26	-13.68
2019.11.01	BUY	210,000	-20.71	-14.29
2019.11.19	BUY	230,000	-21.77	-4.57
2020.05.19	AFTER 6M	230,000	11.09	30.00
2020.07.20	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2020.07.20	BUY	330,000		

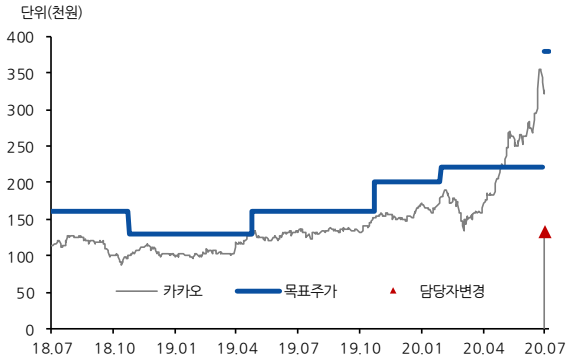
▶ 최근 2년간 NAVER 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.02.28	BUY	160,000	-25.57	-11.56
2018.08.28	AFTER 6M	160,000	-31.94	-20.94
2018.11.09	BUY	130,000	-18.44	-1.15
2019.05.09	AFTER 6M	130,000		
2019.05.10	BUY	160,000	-17.73	-5.63
2019.11.08	BUY	200,000	-20.83	-10.50
2020.02.14	BUY	220,000	-1.60	61.59
2020.07.20	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2020.07.20	BUY	380,000		

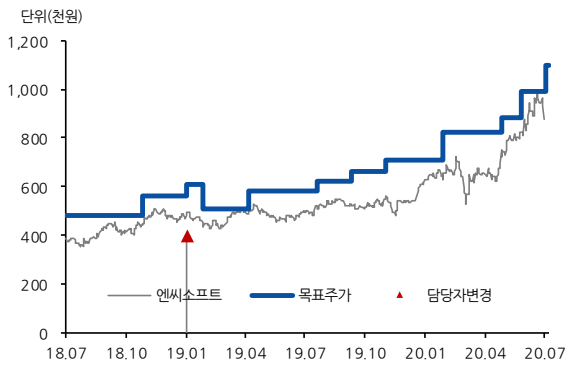
▶ 최근 2년간 카카오 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.05.11	BUY	480,000	-18.53	-5.21
2018.11.12	BUY	560,000	-14.12	-8.57
2019.01.18	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2019.01.18	BUY	610,000	-23.07	-18.36
2019.02.13	BUY	510,000	-8.27	-0.20
2019.04.23	BUY	580,000	-16.10	-9.31
2019.08.05	BUY	620,000	-14.23	-10.97
2019.09.27	BUY	665,000	-21.23	-17.44
2019.11.18	BUY	710,000	-18.66	-5.35
2020.02.13	BUY	820,000	-20.62	-8.90
2020.05.13	BUY	885,000	-11.01	-6.78
2020.06.12	BUY	990,000	-7.94	0.51
2020.07.20	BUY	1,100,000		

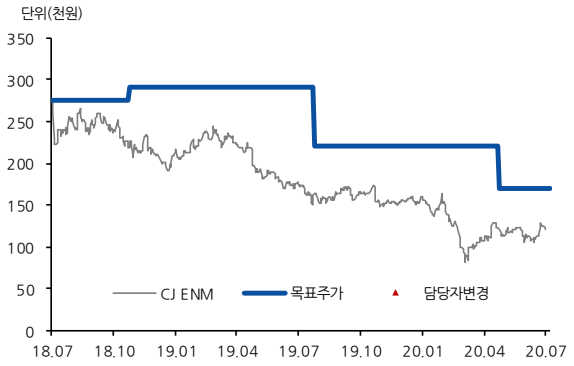
▶ 최근 2년간 엔씨소프트 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.04.30	BUY	275,000	-12.36	4.15
2018.10.30	AFTER 6M	275,000	-18.74	-17.35
2018.11.08	BUY	290,000	-24.29	-15.93
2019.05.08	AFTER 6M	290,000	-38.58	-27.59
2019.08.09	BUY	220,000	-28.40	-20.91
2020.02.09	AFTER 6M	220,000	-46.68	-25.23
2020.05.08	BUY	170,000	-31.21	-24.53
2020.07.20	BUY	170,000		

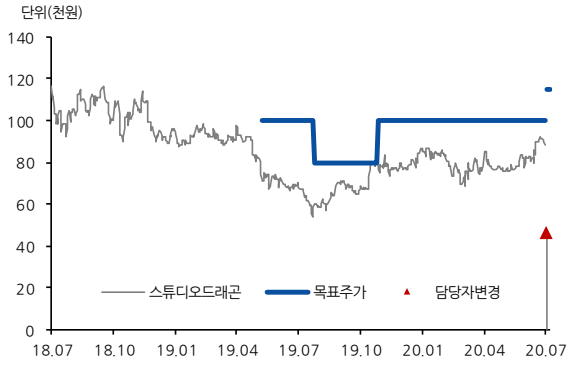
▶ 최근 2년간 CJ ENM 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2019.05.24	BUY	100,000	-32.30	-24.80
2019.08.09	BUY	80,000	-15.77	0.13
2019.11.11	BUY	100,000	-20.94	-13.00
2020.05.11	AFTER 6M	100,000	-18.03	-7.50
2020.07.20	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2020.07.20	BUY	115,000		

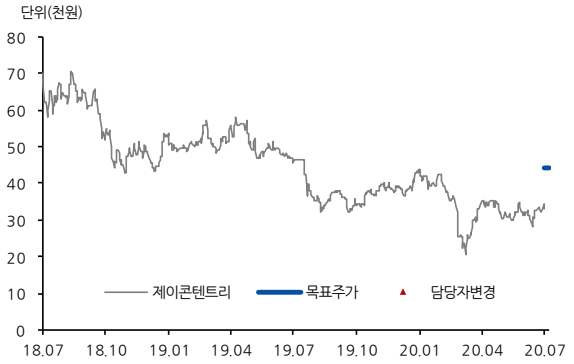
▶ 최근 2년간 스튜디오드래곤 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
	커버리지 개시			
2020.07.20	BUY	44,000		

▶ 최근 2년간 제이콘텐트리 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 황성진, 최진성의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	132건	87.4%
보유	19건	12.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.