

# 인터넷

## 오타쿠의 경제학(上): 웹툰의 가치

### 오타쿠, 콘텐츠 산업의 핵심 키워드

애니메이션, SF 등에 열광하는 사람이라는 의미를 지닌 오타쿠는 현대 콘텐츠 산업의 핵심 키워드로 자리잡았다. 이들은 콘텐츠에 대한 소비 성향과 충성도가 높아 마블, 블리자드 등 오타쿠를 보유한 기업들은 콘텐츠 산업의 부침 속에서도 꾸준히 좋은 성과를 창출해낼 수 있었다.

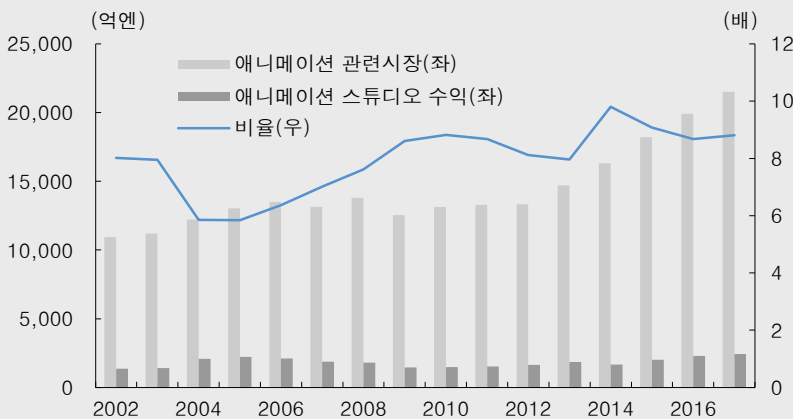
### 콘텐츠 산업 성장의 핵심은 2차 창작물

콘텐츠 산업에서의 성장은 콘텐츠로부터 파생되는 2차 창작물에 달려있다. 2017년 일본의 애니메이션을 제작하는 상업스튜디오의 매출은 2,444억엔이었으나 전체 애니메이션 시장은 2.1조엔으로 전체 시장이 순수 콘텐츠 매출 대비 8배 이상의 규모를 보이고 있다. 따라서 국내 웹툰 플랫폼 또한 영화, 드라마, 게임 등 2차 창작물을 통한 성장이 중요하며 이를 위해서는 오타쿠를 양산할 수 있는 깊이있는 콘텐츠의 제작 또한 필요할 것이다.

### 국내 웹툰 플랫폼의 적정가치

국내의 대표 웹툰 플랫폼인 네이버웹툰과 카카오페이지의 가치를 각각 2.1조원, 1.8조원으로 추정한다. 웹툰 또한 2차 창작물로의 확장이 가능한 콘텐츠이며 이와 동일한 사업을 진행하고 있는 텐센트의 계열사 China Literature의 PSR과 네이버웹툰, 카카오페이지의 2020년 총매출액(거래대금)을 기반으로 가치를 산출했다.

### 콘텐츠 산업 성장의 핵심은 2차 창작물

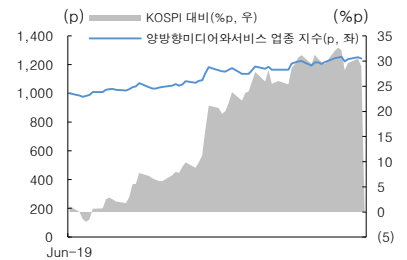


자료: 일본영상협회, 한국투자증권

## 비중확대(유지)

| 종목    | 투자이건     | 목표주가         |
|-------|----------|--------------|
| NAVER | 매수       | 185,000원(상향) |
| 카카오   | 매수(분석재개) | 160,000원     |

### 12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

# Contents

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>I. Executive summary</b>      | <b>2</b>  |
| <hr/>                            |           |
| 1. 오타쿠, 콘텐츠 산업의 핵심 키워드           |           |
| 2. 콘텐츠 산업 성장의 핵심은 2차 창작물         |           |
| 3. 국내 웹툰 플랫폼의 적정가치는?             |           |
| <b>II. 일본의 오타쿠 알아보기</b>          | <b>6</b>  |
| <hr/>                            |           |
| 1. 오타쿠의 정의                       |           |
| 2. 오타쿠에 대한 사회적인 인식은 대체로 부정적      |           |
| 3. 오타쿠 시장의 성장                    |           |
| 4. 오타쿠의 주요 특성들                   |           |
| 5. 콘텐츠 산업의 성공 공식, 오타쿠            |           |
| 6. 특이한 소수에서 보편적인 성향으로            |           |
| <b>III. 한국의 오타쿠 알아보기</b>         | <b>18</b> |
| <hr/>                            |           |
| 1. PC보급 및 일본문화 유입과 함께 오타쿠 등장     |           |
| 2. 덕질로 대표되는 한국의 오타쿠 문화           |           |
| <b>IV. 한국웹툰의 현재와 미래</b>          | <b>20</b> |
| <hr/>                            |           |
| 1. 한국웹툰, 확장의 선순환 시기 진입           |           |
| 2. 한국웹툰의 미래, 일본 애니메이션 산업에서 확인 가능 |           |
| 3. 국내 웹툰 플랫폼, 종합 엔터사업자로의 진화가 필요  |           |
| 4. 국내 웹툰 플랫폼의 가능성                |           |
| 5. 국내 웹툰 플랫폼의 가치에 대한 고민          |           |
| <b>용어해설</b>                      | <b>35</b> |
| <hr/>                            |           |
| <b>기업분석</b>                      | <b>37</b> |
| <hr/>                            |           |
| NAVER(035420)                    |           |
| 카카오(035720)                      |           |

## 리포트 작성 목적

- 오타쿠라는 키워드를 기반으로 웹툰 및 콘텐츠 산업을 분석
- 핵심은 2차 창작물로, 이를 위해서는 다수의 오타쿠를 확보하는 것이 중요
- 네이버웹툰과 카카오페이지 등 국내 주요 웹툰 플랫폼의 적정가치 분석

# I. Executive summary

## 1. 오타쿠, 콘텐츠 산업의 핵심 키워드

애니메이션 및 SF에  
열광하는 사람이라는 의미

오타쿠는 일본에서 처음 생겨난 개념으로 원래는 일본어로 당신, 닥이라는 뜻을 지닌 이인칭 대명사였다. 그러나 1970년대 일본의 SF팬들이 서로를 오타쿠라고 부르기 시작하며 애니메이션 및 SF 등에 매우 열광하는 사람이라는 의미를 지니게 된다.

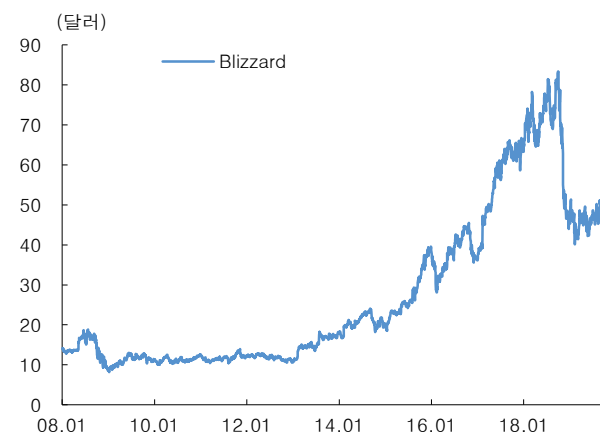
오타쿠 관련 시장이  
빠르게 성장 중

그러나 PC와 스마트폰 등 다양한 매체가 등장하고 통신환경이 발달하면서 폐쇄적이었던 오타쿠 문화의 개방성이 높아짐에 따라 오타쿠 문화가 비주류 서브컬처에서 주류문화로 발전했으며, 영역 또한 만화와 애니메이션 등에서 아이돌 등 다양한 분야로 확장되고 일본의 문화콘텐츠가 해외로 수출됨에 따라 오타쿠 관련 시장이 빠르게 성장하고 있다.

콘텐츠에 대한 소비성향과  
충성도가 높아  
현대 콘텐츠 산업의 핵심

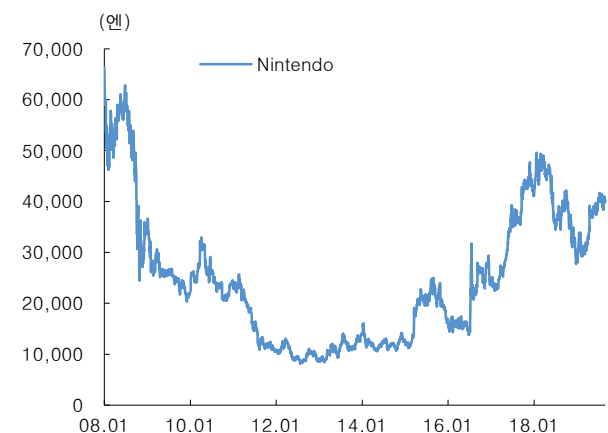
오타쿠는 콘텐츠에 대한 소비 성향이 높으며 충성도 또한 높아 꾸준히 콘텐츠를 통해 매출을 창출할 수 있게 만들어주는 현대 콘텐츠 산업의 핵심요소이다. 해리포터와 마블시리즈 등 영화뿐만이 아니라 워크래프트, 디아블로 등의 게임을 보유하고 있는 액티비전블리자드, 포켓몬스터, 슈퍼마리오 등 전 세계적으로 많은 팬(오타쿠)이 있는 게임을 보유한 닌텐도 등은 콘텐츠 산업의 부침 속에서도 꾸준히 좋은 성과를 창출할 수 있었다.

[그림 1] 게임산업에서 꾸준히 좋은 성과를 낸 블리자드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 닌텐도가 살아날 수 있었던 것 또한 IP의 힘



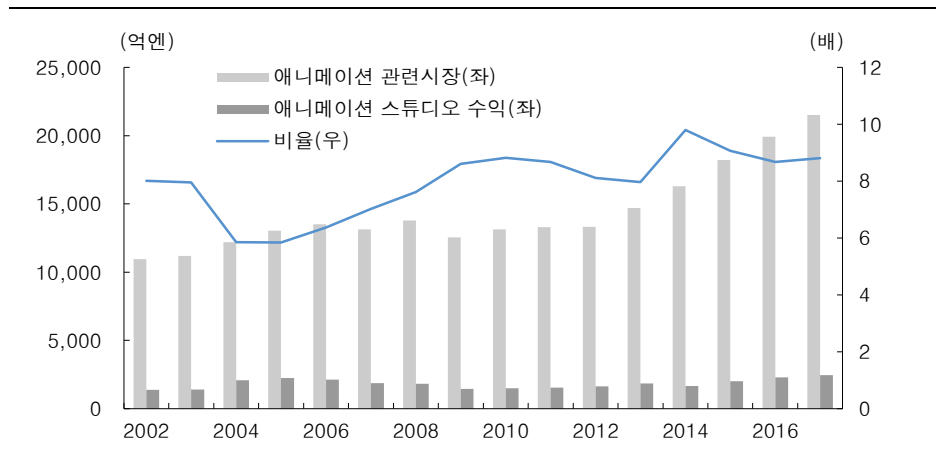
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**콘텐츠 산업 성장의 핵심은  
2차 창작물에 달려있음**

**2. 콘텐츠 산업 성장의 핵심은 2차 창작물**

이런 맥락에서 국내 웹툰플랫폼들이 나아갈 길을 우리는 일본의 애니메이션 시장에서 확인할 수 있다. 2017년 일본의 애니메이션 관련 시장의 전체 규모는 2.1조 엔이며, 애니메이션을 실제 제작하는 상업 스튜디오의 수익규모는 2,444억엔으로 전체 애니메이션 시장이 스튜디오 수익규모 대비 8.8배를 기록하였다. 따라서 콘텐츠 시장에서 가치창출의 핵심은 콘텐츠 자체의 소비보다도 그 이후에 파생되는 2차 창작물에 달려있다.

**[그림 3] 콘텐츠 산업 성장의 핵심은 2차 창작물**



자료: 일본영상협회, 한국투자증권

**네이버와 카카오의  
콘텐츠 포트폴리오가  
웹툰을 통해 재평가 가능**

따라서 네이버웹툰과 카카오페이지 등 국내 웹툰 플랫폼들이 꾸준히 매출 증가를 기록하고 있으나 결국 일본 애니메이션 시장과 마찬가지로 2차 창작물을 통한 매출창출이 중요하다. 이미 네이버와 카카오가 웹툰의 영상화를 위해 스튜디오 N(네이버), 카카오M(카카오)를 설립하고 적극적으로 영화, 드라마의 제작을 시작했으며 두 기업 모두 자체 게임개발사인 라인게임즈와 카카오게임즈를 보유하고 있다는 점 등을 고려할 때 장기적으로 웹툰(콘텐츠)를 중심으로 한 네이버와 카카오의 콘텐츠 포트폴리오의 동반 성장이 기대된다.

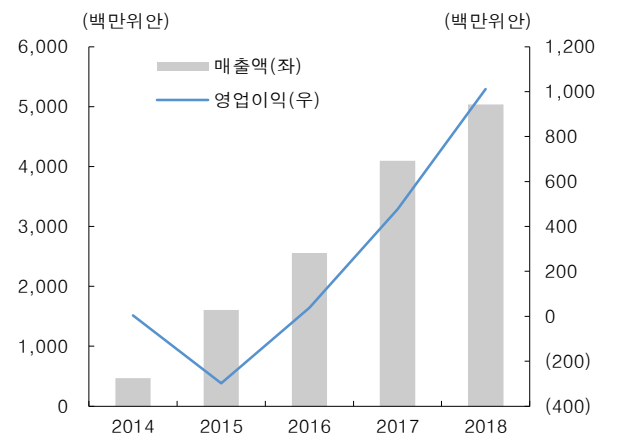
### 3. 국내 웹툰 플랫폼의 적정가치는?

적절한 peer는  
중국의 China Literature

#### 1) 적절한 peer는 중국의 China Literature

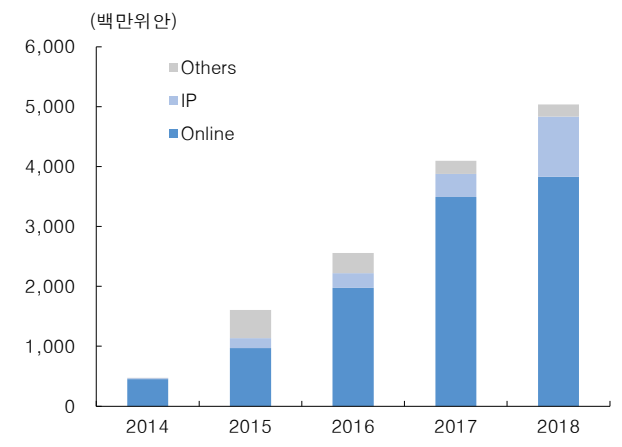
당사는 네이버웹툰, 카카오페이지의 가치판단에서 가장 중요한 요소는 2차창작물을 통한 비즈니스 확장의 가능성 여부라고 판단한다. 그것을 기준으로 판단해 볼 때 국내에 상장되어 있는 디앤씨미디어, 미스터블루 등 중소 웹툰 플랫폼을 비교 대상으로 삼는 것은 다소 무리라고 판단한다. 이러한 점을 복합적으로 고려해볼 때 현 상황에서 국내 플랫폼들의 적절한 peer가 될 수 있는 기업은 중국 텐센트의 자회사인 China Literature가 유일한 상황이다. China Literature는 중국의 대표 웹소설 플랫폼으로 웹소설 콘텐츠 유통을 기반으로 성장해왔으나 2018년 하반기부터 New Classics Media라는 드라마/영화 제작사를 인수한 이후 IP 비즈니스의 매출이 빠르게 증가하는 것이 확인되고 있다.

[그림 4] 실적은 빠르게 증가 중



자료: China Literature, 한국투자증권

[그림 5] 2018년부터 IP 비즈니스 매출이 빠르게 증가



자료: China Literature, 한국투자증권

현재 약 4배 수준의  
PSR을 받고 있음

상장 초기 China Literature의 valuation은 매우 높아 PER은 100배 이상, PSR 또한 15배 이상을 부여받고 있었으나 이후 주가가 꾸준히 하락하며 현재는 30배 수준의 PER과 약 4배 수준의 PSR을 받고 있는 상태다.

네이버웹툰 2.1조원  
카카오페이지 1.8조원으로  
가치 추정

## 2) 네이버웹툰과 카카오페이지의 가치

네이버웹툰과 카카오페이지의 가치산정을 위해서는 양 플랫폼의 2020년 거래대금(총매출)을 추정한 후 peer가 될 수 있는 China Literature의 2019년 이후 평균 PSR을 적용하는 방법이 가장 합리적일 것이다. 이 경우 네이버웹툰의 적정가치는 2.1조원(2020년 추정 거래대금 3,879억원에 PSR 5.3배 적용), 카카오페이지의 적정가치는 1.8조원(2020년 거래대금 3,373억원에 PSR 5.3배 적용)이다.

네이버웹툰의 2020년  
거래대금은 3,879억원

우선 네이버웹툰의 경우 8월 5일 열린 네이버 애널리스트데이를 통해 발표한 2019년 12월 네이버웹툰과 라인 망가의 합산 거래대금 목표치가 600억원이다. 라인망가의 경우 2Q19 거래대금이 63억엔이며 1Q29에 거래대금이 85억엔 수준으로 추정되기 때문에 역산할 경우 1Q20 이후부터 네이버 웹툰의 분기 거래대금은 900억원 수준으로 증가한다고 산정할 수 있으며, 이를 기반으로 2020년 총 거래대금을 약 3,879억원으로 추정했다.

카카오페이지의 2020년  
거래대금은 3,373억원

카카오페이지의 경우 2Q19 거래대금이 약 640억원이며, 이후 2020년까지 연평균 25%의 증가가 지속될 것이라고 가정했다. 이를 기반으로 추산한 2020년 거래대금은 3,373억원이다.

<표 1> 각 웹툰 플랫폼 적정가치 추정

(단위: 억원, 배)

| 네이버웹툰          |        | 비고                               |
|----------------|--------|----------------------------------|
| 2020년 거래대금 추정치 | 3,879  |                                  |
| 적용 multiple    | 5.3    | China Literature 2019년 평균 PSR 적용 |
| 적정가치           | 20,559 |                                  |
| 카카오페이지         |        |                                  |
| 2020년 거래대금 추정치 | 3,447  |                                  |
| 적용 multiple    | 5.3    | China Literature 2019년 평균 PSR 적용 |
| 적정가치           | 18,268 |                                  |

자료: 한국투자증권

## II. 일본의 오타쿠 알아보기

### 1. 오타쿠의 정의

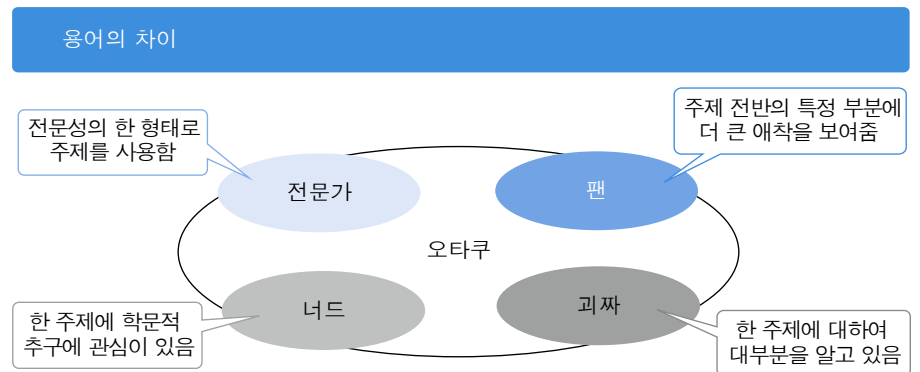
오타쿠, 애니메이션 및 SF 콘텐츠에 열광하는 사람

이제는 한국에서도 익숙한 단어이지만 오타쿠는 일본에서 처음 생겨난 개념이다. 원래 오타쿠는 일본어로 당신, 닥이라는 뜻을 지닌 이인칭 대명사였다. 그러나 1970년대 일본의 SF팬들이 서로를 오타쿠라고 부르기 시작하면서 서서히 애니메이션 및 SF등에 열광하는 사람이라는 의미를 지니게 된다.

팬, 마니아와 유사한 개념

통상적으로 오타쿠는 어떤 특정한 주제에 대해 열광하기 때문에 팬 및 마니아와 유사한 개념으로 볼 수 있다. 그러나 팬은 다양한 문화에 대해 열성적으로 빠져 있는 사람들부터 관심을 가지고 지켜보는 사람들을 모두 포괄하는 가장 커다란 개념이며, 관심의 대상이 되는 문화 또한 다양하다. 마니아 또한 특정한 분야에 대해 열광적으로 좋아하거나 관심을 가지는 사람들을 통칭하는 단어이며, 이들은 자신이 좋아하는 분야에 대해 깊이 정보를 수집하고 열렬히 지지하며 자신의 수입이나 시간을 아낌없이 투자한다는 점에서 오타쿠와 매우 유사하다고 볼 수 있다. 다만 오타쿠가 팬/마니아와 구분되는 것은 통상적으로 오타쿠의 관심분야는 애니메이션으로 대표되는 서브컬처들이며, 단순히 관심을 가지는 것을 넘어서서 이를 분석하고 재생산한다는 점 등이 있다.

[그림 6] 오타쿠와 유사한 용어들의 정의



자료: 한국투자증권

## 2. 오타쿠에 대한 사회적인 인식은 대체로 부정적

대체로 오타쿠에 대한  
사회적 인식은 부정적

오타쿠는 대한 사회적인 인식은 대체로 부정적이다. 일반적으로 오타쿠는 비사회적이고, 폐쇄적이라는 이미지를 지니고 있으며 미디어에 노출된 오타쿠들 또한 그에 부합하는 모습들을 보여왔던 것이 사실이다. 이러한 이미지가 형성된 데에는 3가지 이유가 있다.

[그림 7] 온라인 커뮤니티에 게재된 여자들이 싫어하는 남편 취미 순위

| 여자들이 싫어하는 '남편 취미' |          |    |             |
|-------------------|----------|----|-------------|
| 1위                | 낚시       | 5위 | 자동차 튜닝      |
| 2위                | 애니메이션 덕후 | 6위 | 카메라에 빠진 남편  |
| 3위                | 오토바이 애호가 | 7위 | 물건수집        |
| 4위                | 게임중독     | 8위 | 희귀 애완동물 키우기 |

자료: 조선일보, 한국투자증권

오타쿠의 관심사는 대체로  
보편적이지 않은 서브컬처

우선 오타쿠들의 관심사가 대체로 일반 대중들에게는 보편적이지 않은 비주류(서브컬처)이기 때문이다. 앞서 언급한 것처럼 오타쿠들의 대표적인 관심영역은 애니메이션으로 그중에서도 대중적인 작품들보다는 독특하거나 특이한 작품들이 많아 많은 사람들의 공감을 얻기 어렵기 때문에 판단한다.

[그림 8] 일반적으로 오타쿠의 관심영역으로 분류되는 미소녀 애니메이션



자료: 클리앙, 한국투자증권



관심의 강도 또한 지나치게 심함

그들이 보이는 관심의 강도가 일반인들이 보기에는 이해가 안될 정도로 열성적이거나 강하다는 점 또한 부정적인 이미지 형성에 크게 기여했다. 생활비를 줄여가면서까지 애니메이션 피규어를 수집하는 모습 혹은 애니메이션 캐릭터와 결혼식을 올리는 모습 등은 대중들의 공감을 얻기는 쉽지 않다.

[그림 9] 평범한 사람들의 공감을 얻기는 어려운 오타쿠의 이미지



자료: NHK, 한국투자증권

언론에서도 주로 오타쿠의 부정적인 면을 다룬 점 또한 부정적 이미지 형성에 기여

마지막으로는 언론이나 다양한 미디어 등에서 이러한 점을 특히 강조했다는 점 또한 오타쿠의 부정적 이미지 형성에 기여했다고 판단한다. 예전부터 미디어에 노출된 오타쿠들의 모습 자체가 정상의 범주에 들어가기보다는 다소 지나칠 정도로 캐릭터에 집착하거나 하는 모습이 많았었으며, 이러한 점이 대중들에게 자주 인식이 되며 자연스럽게 부정적인 이미지가 형성되었다고 볼 수 있다.

[그림 10] 언론이 지나치게 오타쿠의 부정적인 이미지를 강조한 영향도 있었을 것



자료: TVN, 한국투자증권

### 3. 오타쿠 시장의 성장

오타쿠 시장은 꾸준히 성장해옴

오타쿠에 대한 부정적인 인식과는 별개로 관련 시장은 지속적으로 성장했으며, 이제는 무시할 수 없는 수준까지 시장이 확대되었다. 2018년 오타쿠의 전방시장으로 분류가 가능한 콘텐츠 산업의 시장규모는 9,132억엔 수준으로 파악되고 있으며, 2016년의 7,682억엔, 2017년의 8,080억엔에 이어 지속적으로 성장해 왔다. 오타쿠와 관련된 시장이 성장한 이유는 크게 세 가지다.

〈표 2〉 오타쿠와 관련된 다양한 시장규모 추정치

|              | 2016년 조사     |                  |              | 2017년 조사     |                  |              | 2018년 조사     |                  |              |
|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|
|              | 추정인구<br>(만명) | 1인당<br>연 소비금액(엔) | 시장규모<br>(억엔) | 추정인구<br>(만명) | 1인당<br>연 소비금액(엔) | 시장규모<br>(억엔) | 추정인구<br>(만명) | 1인당<br>연 소비금액(엔) | 시장규모<br>(억엔) |
| 애니메이션        | 600          | 29,843           | 1,791        | 614          | 22,380           | 1,374        | 598          | 20,308           | 1,214        |
| 만화           | 680          | 16,370           | 1,113        | 648          | 20,771           | 1,346        | 640          | 20,541           | 1,315        |
| 라이트소설        | 181          | 11,133           | 202          | 157          | 10,347           | 162          | 129          | 13,200           | 170          |
| 동인지/잡지       | 142          | 17,512           | 249          | 154          | 15,611           | 240          | 129          | 25,396           | 328          |
| 프라모델         | 115          | 19,928           | 229          | 106          | 27,674           | 293          | 83           | 28,871           | 240          |
| 피규어          | 151          | 21,799           | 329          | 135          | 23,716           | 320          | 101          | 47,548           | 480          |
| 인형           | 44           | 17,373           | 76           | 37           | 19,442           | 72           | 18           | 17,870           | 32           |
| 기차/지하철       | 67           | 25,891           | 173          | 65           | 35,137           | 228          | 39           | 63,854           | 249          |
| 아이돌          | 224          | 79,783           | 1,787        | 264          | 88,252           | 2,330        | 280          | 103,543          | 2,899        |
| 프로레슬링        | 55           | 23,397           | 129          | 64           | 11,836           | 76           | 30           | 15,608           | 47           |
| 코스프레         | 50           | 18,526           | 93           | 43           | 7,838            | 34           | 27           | 25,608           | 69           |
| 메이드, 코스프레 관련 | 39           | 37,289           | 145          | 41           | 12,170           | 50           | 18           | 68,114           | 123          |
| 온라인 게임       | 246          | 16,393           | 403          | 230          | 17,929           | 412          | 216          | 45,869           | 991          |
| 성인게임         | 76           | 27,471           | 209          | 72           | 27,139           | 195          | 39           | 15,729           | 61           |
| 성인비디오        | 76           | 13,471           | 102          | 88           | 28,069           | 247          | 53           | 36,203           | 192          |
| 연애게임         | 82           | 11,681           | 96           | 72           | 18,855           | 136          | 45           | 16,975           | 76           |
| 동성애 콘텐츠      | 74           | 13,153           | 97           | 80           | 14,782           | 118          | 50           | 12,943           | 65           |
| 음악편집(보컬로이드)  | 68           | 8,950            | 61           | 57           | 9,439            | 54           | 26           | 4,906            | 13           |
| 밀리터리         | 79           | 24,178           | 191          | 61           | 17,579           | 107          | 21           | 34,965           | 73           |
| 성우           | 124          | 16,687           | 207          | 129          | 21,997           | 284          | 108          | 30,720           | 332          |
| 카드게임         |              |                  |              |              |                  |              | 36           | 45,386           | 163          |
| <b>합계</b>    |              |                  | <b>7,682</b> |              |                  | <b>8,080</b> |              |                  | <b>9,132</b> |

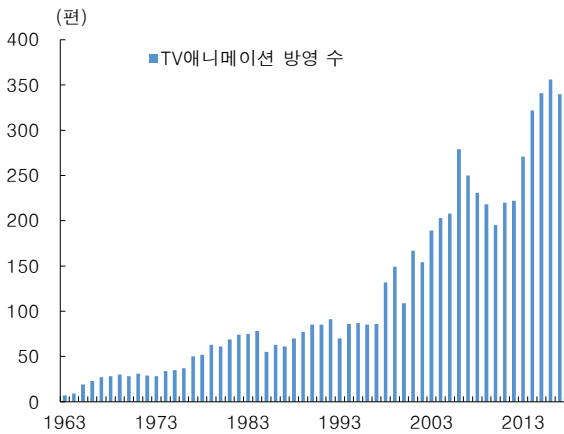
자료: 아노경제연구소, 한국투자증권

오타쿠문화의 개방성이 상승  
그와 함께 서브컬처에서  
주류문화로 발전

### 1) 서브컬처에서 주류문화로 발전

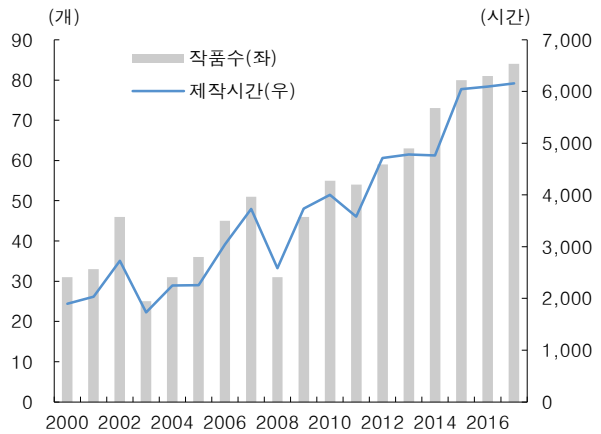
오타쿠 시장이 성장한 대표적인 이유는 매체가 발달하면서 과거에는 폐쇄적이었던 오타쿠 문화의 개방성이 높아지고 이에 따라 콘텐츠 이용자들이 증가했기 때문이다. 여타 산업과 마찬가지로 애니메이션과 같은 전형적인 오타쿠 문화(서브컬처) 또한 PC와 모바일의 보급확산으로 콘텐츠에 대한 접근성이 높아짐에 따라 자연스럽게 인지도와 이용자가 늘어나고 시장이 성장했다. 일본의 상업적 애니메이션 스튜디오 시장규모는 2002년 1.36조엔에서 2017년 2.44조엔으로 성장했는데 특히 인터넷 유통이 2002년 10억엔에서 2017년 1,360억엔으로 크게 증가했고 이와 같은 인터넷을 통한 콘텐츠 접근성의 확대가 다시 전체 시장의 파이를 키우는 선순환 구조를 확립한 것이라고 파악된다. 이에 따라 자연스럽게 일본식 애니메이션 등이 과거에는 서브컬처(하위문화)였으나 위상이 상승하며 오타쿠 시장을 성장하게 한 핵심 원동력이었다.

[그림 11] TV 애니메이션 방영 수는 340개로 증가



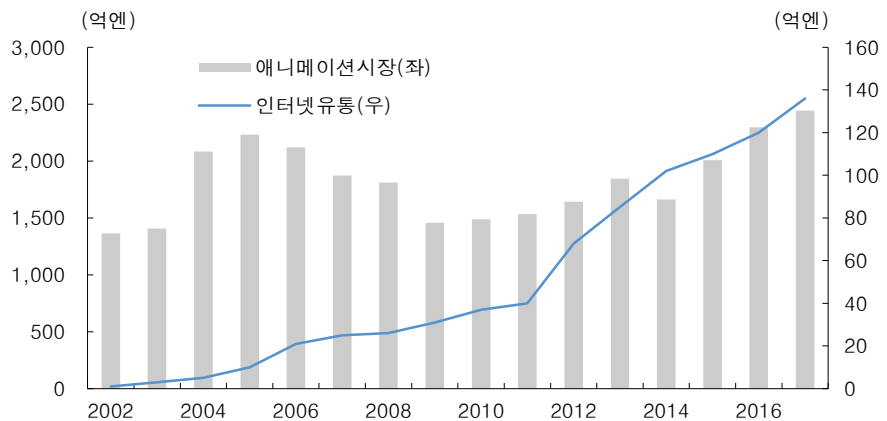
자료: 일본영상협회, 한국투자증권

[그림 12] 영화 애니메이션 또한 작품 수가 꾸준히 증가



자료: 일본영상협회, 한국투자증권

[그림 13] PC, 모바일 등 접근성 높은 매체의 등장으로 서브컬처에서 주류문화로 발전



자료: 일본영상협회, 한국투자증권

## 2) 애니메이션 등에서 영역이 다양하게 확장

### 오타쿠들의 관심사 또한 애니메이션 등에서 다양해짐

애니메이션 등이 서브컬처에서 주류문화로 성장한 것과 함께 매체 확산과 콘텐츠가 다양해지면서 오타쿠들의 대상이 되는 영역이 다양해진 것 또한 오타쿠와 관련된 시장의 성장을 이끈 핵심 요인이라고 판단한다. 일본의 야노경제 연구소의 조사에 따르면 전통적인 오타쿠의 소비 콘텐츠인 애니메이션은 2016년 소비 규모가 1,791억엔에서 2018년에는 1,214억엔으로 감소한 것으로 파악되며 반면 아이돌에 대한 소비금액은 2016년 1,787억엔에서 2018년에는 2,899억엔으로 크게 증가했으며, 온라인게임의 경우 2016년 403억엔에서 2018년 991억엔으로 증가하는 등 오타쿠들의 소비대상이 되는 영역 자체가 다양해지면서 관련 시장이 성장하고 있는 것이라고 판단한다.

〈표 3〉 일본 광고대행사 덴츠의 취미 관련 설문조사 결과

(단위: %, 엔)

| 고등학생 |          |        | 대학생    |     |         | 사회인  |        |        |         |      |        |
|------|----------|--------|--------|-----|---------|------|--------|--------|---------|------|--------|
| 순위   | 비율       | 평균사용금액 | 순위     | 비율  | 평균사용금액  | 순위   | 비율     | 평균사용금액 |         |      |        |
| 1위   | 음악감상     | 31.7   | 2,139  | 1위  | 컴퓨터/인터넷 | 32.5 | 3,356  | 1위     | 컴퓨터/인터넷 | 29.1 | 4,598  |
| 2위   | 컴퓨터/인터넷  | 38.9   | 3,500  | 2위  | 음악감상    | 23.3 | 2,681  | 2위     | 음악감상    | 20.3 | 3,442  |
| 3위   | 애니메이션    | 28.9   | 2,584  | 3위  | 애니메이션   | 21.7 | 3,369  | 3위     | 독서      | 20.2 | 3,181  |
| 4위   | 만화       | 21.7   | 1,955  | 4위  | 독서      | 19.6 | 2,092  | 4위     | 애니메이션   | 19.1 | 4,981  |
| 5위   | 노래방      | 20.6   | 1,520  | 5위  | 만화      | 19.1 | 2,107  | 5위     | 만화      | 18.4 | 2,380  |
| 6위   | 비디오게임    | 18.9   | 4,096  | 6위  | 패션      | 15.5 | 10,891 | 6위     | 국내여행    | 17.2 | 20,020 |
| 6위   | 스마트폰/인터넷 | 18.9   | 5,636  | 7위  | 비디오게임   | 14.6 | 3,477  | 7위     | 패션      | 16.0 | 16,674 |
| 6위   | 연예인, 아이돌 | 18.9   | 10,315 | 8위  | 노래방     | 14.1 | 2,202  | 8위     | 쇼핑      | 15.3 | 18,789 |
| 9위   | 패션       | 16.7   | 6,586  | 9위  | 쇼핑      | 13.4 | 11,819 | 9위     | 연애      | 15.1 | 14,792 |
| 10위  | 독서       | 15.6   | 1,424  | 10위 | 연애      | 13.2 | 11,434 | 10위    | 비디오게임   | 14.4 | 5,277  |

주: 2017년 기준  
자료: Dentsu, 한국투자증권

일본문화의 해외 수출 또한  
점차 확대되기 시작

### 3) 일본 문화 수출의 확산

일본 애니메이션 등 일본 콘텐츠가 해외에서 인지도가 올라감으로써 해외 매출이 증가하는 것 또한 오타쿠 시장 성장의 중요한 이유이다. 일본은 과거부터 문화의 나라, 쿨재팬 등 거시적 경제정책으로 문화콘텐츠의 비중을 끌어올리고 있으며, 이러한 정책적 노력과 일본 내수 콘텐츠 시장의 성장에 따라 발생한 콘텐츠의 양적 질적 성장은 일본식 문화콘텐츠가 전세계적으로 큰 호응을 얻는 데에 크게 기여했다. 특히, 애니메이션은 물론 만가, 라이트노벨, J-pop, 게임 등 다양한 콘텐츠는 전파속도뿐 아니라 경제적 파급력도 무시할 수 없는 수준에 이르렀다. 즉, 오타쿠들의 전유물처럼 여겨졌던 서브컬처를 비롯한 일본의 문화콘텐츠들이 현대 사회의 주된 콘텐츠 소비대상 중 하나로 부상했다.

[그림 14] 꾸준히 일본 정부의 주요 정책 중 하나였던 쿨재팬

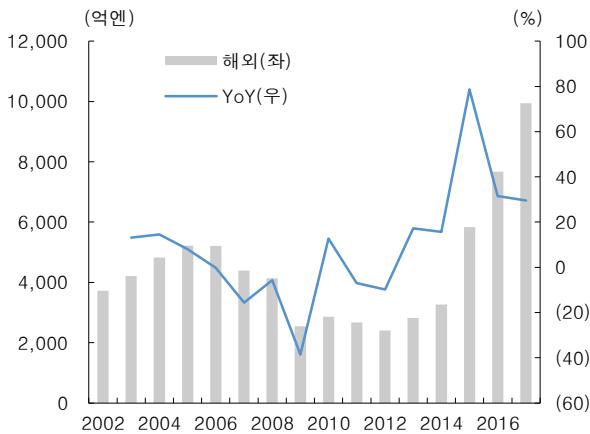


자료: 유니버설스튜디오, 한국투자증권

**일본 애니메이션의 해외매출  
2017년 9,948억엔 규모**

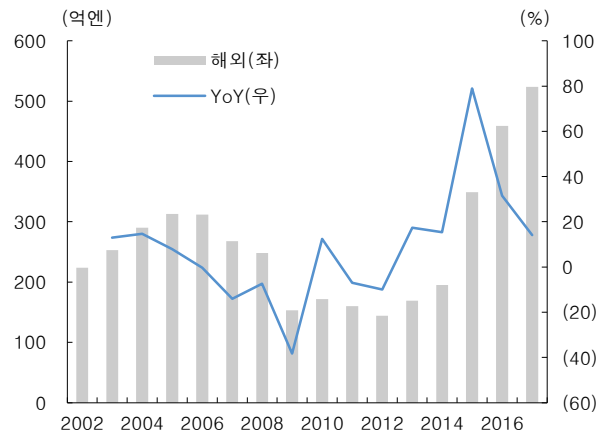
일본의 애니메이션 및 관련 시장에서 해외의 매출규모는 2002년 3,725억엔에서 2017년에는 9,948억엔으로 성장했으며, 단순 애니메이션 스튜디오의 예상 수익 기반으로 해외에서의 매출은 2002년 224억엔에서 2017년에는 524억엔으로 크게 증가했다. 즉 오타쿠에 기반한 풍부한 내수시장의 성장이 콘텐츠 품질의 상승으로 이어졌으며 또 한번 해외 시장에서 오타쿠 속성을 가진 사람들을 대상으로 영향력을 넓혀가고 있다고 판단할 수 있다.

**[그림 15] 애니메이션 관련 시장의 해외매출은 지속 증가**



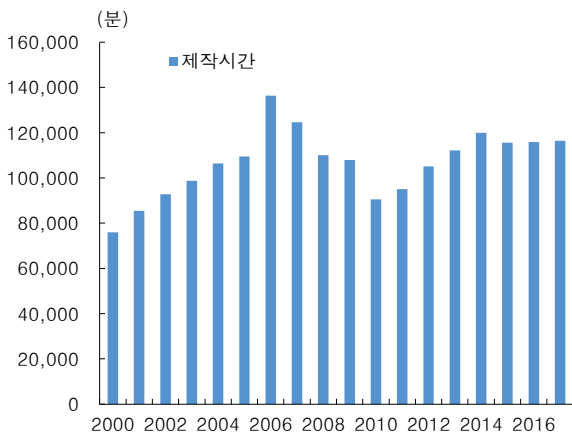
자료: 일본영상협회, 한국투자증권

**[그림 16] 애니메이션 스튜디오 수입 규모 또한 지속 증가**



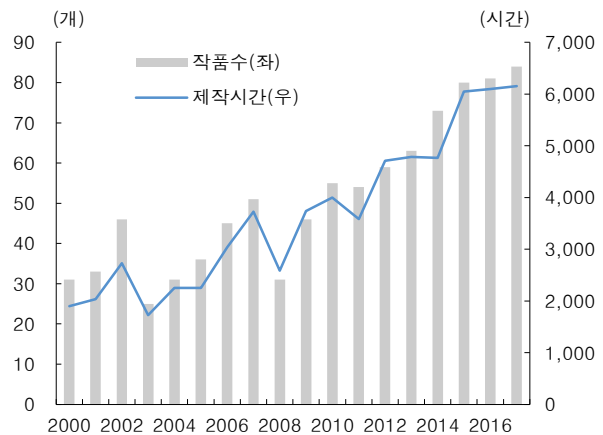
자료: 일본영상협회, 한국투자증권

**[그림 17] TV애니메이션 제작시간의 증가**



자료: 일본영상협회, 한국투자증권

**[그림 18] 영화애니메이션 또한 제작이 증가하고 있음**



자료: 일본영상협회, 한국투자증권



## 4. 오타쿠의 주요 특성들

오타쿠의 핵심 특성인  
높은 수집욕

### 1) 높은 수집욕

높은 수집욕은 오타쿠들의 가장 일반적인 특성이다. 오타쿠들은 본인이 강한 흥미를 가진 대상, 또는 관련 아이템을 가능한 많이 구입해 모아두려는 성향이 강하다. 대부분의 경우 투입 금액과 수집 아이템의 수가 많아질수록 대상에 대한 애착이 강해지고, 수집을 멈추기가 어려워진다. 다양한 캐릭터 피규어 수집, 아이돌들의 사진이나 앨범을 모으는 것 등이 이러한 오타쿠의 특성에 기반한 행동이며 콘텐츠에 대한 높은 소비성향 또한 이러한 특성으로부터 기인한다.

미완성, 혹은 창조의 여지가  
남아 있는 콘텐츠를 선호

### 2) 미완성에 대한 선호

오타쿠들은 미완성 혹은 창조의 여지가 남아 있는 콘텐츠를 선호한다. 많은 오타쿠들이 대상의 창조 과정에 참여하거나 혹은 콘텐츠의 확장 과정이나 주인공의 성장을 지켜보면서 몰입감을 느끼기 때문이다. 최근 국내에서 아이돌 서바이벌 프로그램인 프로듀스101 시리즈가 높은 인기를 끈 점, 혹은 많은 인기를 끈 콘텐츠들은 대부분 시리즈물로 구성되어 있어 콘텐츠의 세계관이나 내용이 확장되어 가는 과정에서 오타쿠 팬들을 확보하는 것 등이 이러한 특성으로부터 기인한다.

같은 관심을 가진 사람끼리  
커뮤니티를 형성하는 경향이  
강함

### 3) 커뮤니티의 형성

오타쿠는 단독으로 활동하기도 하지만, 같은 대상에 관심을 갖고 있는 이들끼리 커뮤니티를 형성하는 경향이 더 강하다. 오타쿠는 보통 일반적인 미디어로부터 입수할 수 있는 정보보다 한층 고도의 전문적인 정보를 원한다. 그런데 이런 전문적인 정보는 커뮤니티에 소속되지 않으면 쉽게 얻을 수 없다. 또 커뮤니티는 결과적으로 정보 교환을 통한 취미의 고도화를 도와주는 역할을 한다. 대상에 대한 충분한 지식이 없으면 스스로가 수집이나 창조물에 대한 정열을 이해할 수 없다고 생각하는 오타쿠 특유의 생각도 커뮤니티 형성의 한 요인이다.

## 5. 콘텐츠 산업의 성공 공식, 오타쿠

### 오타쿠, 현대 콘텐츠 산업의 핵심 성공 공식

오타쿠의 확보는 현대 콘텐츠 산업의 핵심 성공 공식이 되어 가고 있다. 이들은 기본적으로 콘텐츠에 대한 소비 성향이 높으며 충성도 또한 높아 꾸준하게 콘텐츠를 통한 매출을 창출할 수 있게 만들어주는 원동력이다. 전 세계적으로 많은 팬을 보유하고 있는 해리포터 시리즈는 1편인 해리포터와 마법사의 돌이 전 세계적으로 9.7억달러의 매출을 기록한 데 이후 꾸준하게 모든 작품이 8억달러 이상의 매출을 기록했으며, 어벤져스로 대표되는 마블 시리즈의 작품들 또한 모두 평균 8억달러 이상의 큰 흥행을 꾸준하게 기록하면서 성공할 수 있었다.

〈표 4〉 팬을 기반으로 다양한 작품들 흥행에 성공한 영화들

(단위: 억달러)

| 마블 시리즈           | 글로벌 매출액 | 해리포터 시리즈           | 글로벌 매출액 |
|------------------|---------|--------------------|---------|
| 아이언맨1            | 5.9     | 해리포터와 마법사의 돌       | 9.8     |
| 인크레더블 헐크         | 2.6     | 해리포터와 비밀의 방        | 8.8     |
| 아이언맨2            | 6.2     | 해리포터와 아즈카반의 죄수     | 8.0     |
| 토르:천둥의 신         | 4.5     | 해리포터와 불의 잔         | 9.0     |
| 퍼스트어벤져           | 3.7     | 해리포터와 불사조기사단       | 9.4     |
| 어벤져스             | 15.2    | 해리포터와 혼혈왕자         | 9.3     |
| 아이언맨3            | 12.1    | 해리포터와 죽음의 성물 part1 | 9.6     |
| 토르: 다크월드         | 6.4     | 해리포터와 죽음의 성물 part2 | 13.4    |
| 캡틴아메리카: 윈터솔져     | 7.1     |                    |         |
| 가디언즈 오브 갤럭시      | 7.7     |                    |         |
| 어벤져스: 에이지 오브 울트론 | 14.1    |                    |         |
| 앤트맨              | 5.2     |                    |         |
| 캡틴 아메리카: 시빌워     | 11.5    |                    |         |
| 닥터 스트레인지         | 6.8     |                    |         |
| 가디언즈 오브 갤럭시2     | 8.6     |                    |         |
| 스파이더맨: 홈커밍       | 8.8     |                    |         |
| 토르: 라그나로크        | 8.5     |                    |         |
| 블랙팬서             | 13.5    |                    |         |
| 어벤져스: 인피니티 워     | 20.5    |                    |         |
| 앤트맨과 와스프         | 6.2     |                    |         |

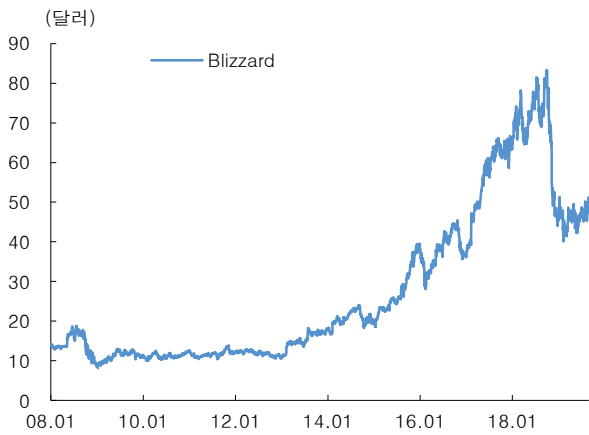
주: 2019년 기준  
 자료: Boxoffice, 한국투자증권



**게임산업에서도 오타쿠를  
보유한 기업들은  
좋은 장기 성과를 거둠**

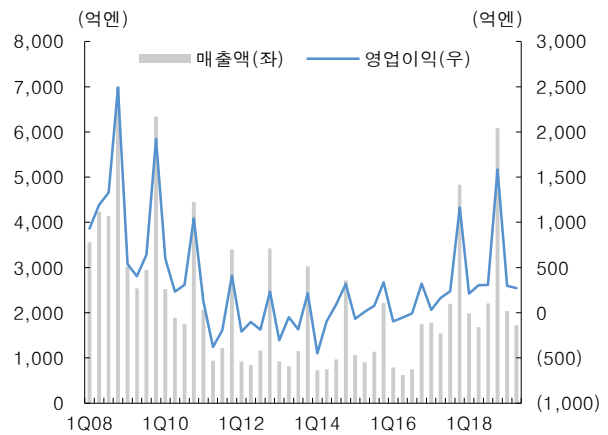
비단 영화에서만 이러한 공식이 통하는 것은 아니다. 게임산업에서도 확고한 오타쿠(팬)을 보유한 기업들은 장기적으로 꾸준한 성장을 기록하며 업계에서 좋은 성과를 내왔던 것을 알 수 있다. 워크래프트, 디아블로, 콜 오브 듀티 등 국내 유저들에게도 유명한 게임시리즈를 다수 보유하고 있는 액티비전블리자드나 포켓몬스터, 젤다의전설, 슈퍼마리오 등 전 세계적으로 인기있는 작품을 다수 보유하고 있는 닌텐도와 같은 기업은 콘텐츠 산업의 부침 속에서도 꾸준히 좋은 성과를 내며 생존한 것을 확인할 수 있다.

**[그림 19] 많은 팬을 보유한 라인업으로 꾸준히 주가 상승**



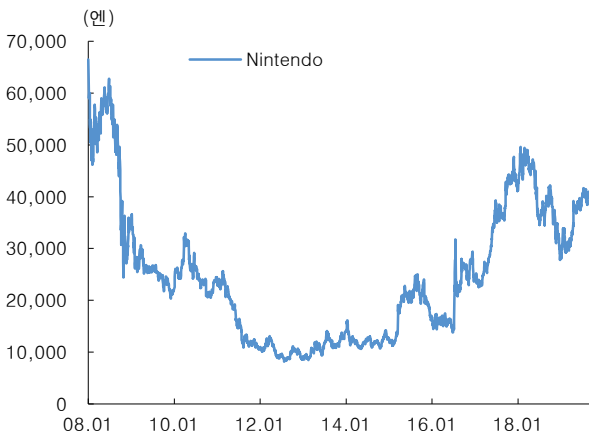
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**[그림 20] 실적 또한 꾸준히 상승**



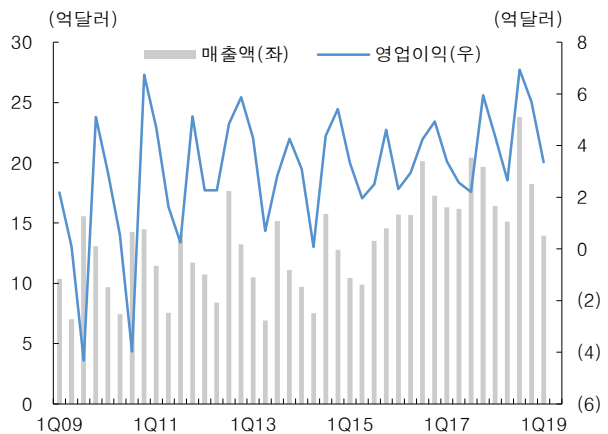
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**[그림 21] 닌텐도의 회생 또한 IP의 힘으로 가능했었음**



자료: Bloomberg, 한국투자증권

**[그림 22] 실적 또한 2014년부터 서서히 반등**



자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 6. 특이한 소수에서 보편적인 성향으로

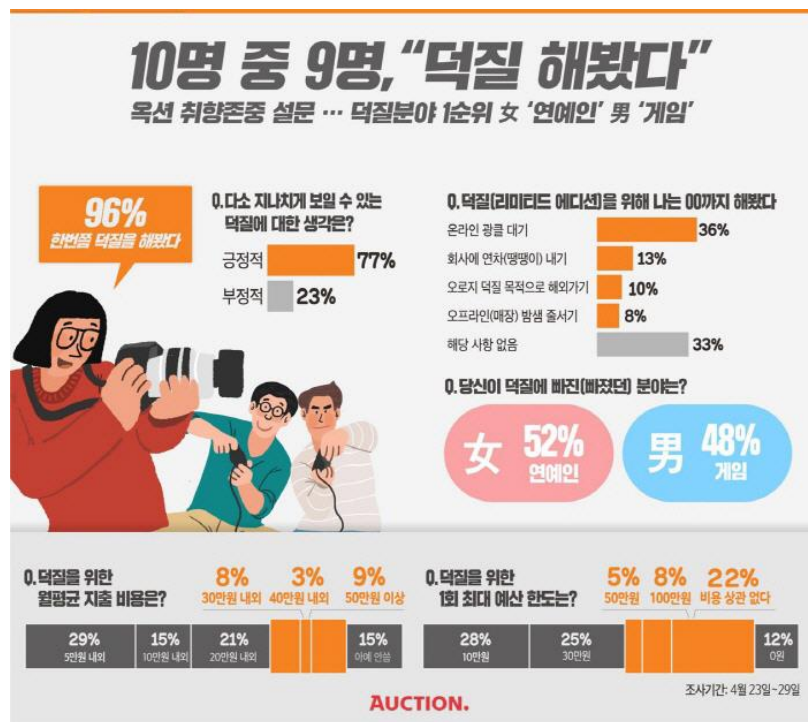
오타쿠, 특정한 소수가 아닌  
사람들의 보편적인 성향

현재 일어나고 있는 콘텐츠 시장의 성장과 변화를 보다 올바르게 이해하기 위해서는 오타쿠를 단순히 애니메이션 등에 광적으로 열광하는 사람이라는 협소한 개념으로 바라보아서는 안 된다는 것이 우리의 판단이다. 오히려 오타쿠는 특정 콘텐츠에 크게 몰입하고 평범한 사람들에 비해 소비 성향이 큰 콘텐츠 소비 패턴을 나타내는 단어라고 보는 것이 훨씬 콘텐츠 시장을 이해하는 데 도움이 될 것이다.

콘텐츠에 대한 관심이 높은  
성향이라고 보는 것이  
바람직

즉 오타쿠는 한정된 소수의 사람들이 아니라 사람들에게 내재된 속성(콘텐츠를 매우 좋아하는)이며, 매체가 다양해지고 콘텐츠 또한 다양하게 늘어남에 따라 오타쿠적 속성을 지닌 사람들이 늘어남으로써 시장 또한 같이 병행하여 성장하고 있다고 보는 것이 바람직한 시각일 것이다.

[그림 23] 오타쿠는 특이한 소수가 아닌 보편적인 콘텐츠 소비 성향이라고 봐야 할 것



자료: Auction, 한국투자증권

### III. 한국의 오타쿠 알아보기

#### 1. PC 보급 및 일본문화 유입과 함께 오타쿠 등장

국내에는 2000년 초반부터 오타쿠라는 단어가 유입

오타쿠라는 단어가 한국에 들어온 것은 2000년 초반으로 파악된다. 일본 애니메이션과 만화, J-Pop 등 일본의 전반적 문화 콘텐츠가 PC와 초고속 인터넷의 보급확산과 함께 빠르게 국내에서도 퍼져가기 시작했으며 자연스럽게 국내에서도 그런 콘텐츠에 심취한 소위 오타쿠들이 등장하기 시작했다.

[그림 24] 에반게리온 등 일본 애니메이션의 유입과 함께 국내에도 오타쿠 등장



자료: Gainax, 한국투자증권

다양한 일본 만화와 애니메이션이 국내 인기를 얻으며 오타쿠 문화 확산

그 이후 꾸준하게 원피스, 나루토, 블리치 등으로 대표되는 일본 만화와 미야자키 하야오 등으로 대표되는 일본 애니메이션 등 전형적인 오타쿠 문화들로 구분될 수 있는 일본의 콘텐츠들이 국내에서 인기를 얻으며 국내에서 오타쿠 문화가 더욱 확산되고 오타쿠 자체에 대한 사회적인 인지도 또한 올라가기 시작했다.

## 오타쿠 대신 덕질로 변화

## 2. 덕질로 대표되는 한국의 오타쿠 문화

그러나 의외로 최근 국내 SNS 및 인터넷 커뮤니티 등지에서 오타쿠라고 하는 단어는 점차 찾아보기가 어렵고 대신 덕질이라고 하는 단어를 심심치 않게 찾아볼 수 있다. 네이버 국어사전을 보면 덕질은 ‘자신이 좋아하는 분야에 심취하여 그와 관련된 것들을 모으거나 찾아보는 행위를 이르는 말’로 정의되어 있으며 즉 앞서 살펴본 오타쿠와 거의 유사한 의미를 지닌 단어라고 파악할 수 있다.

[그림 25] 한국의 오타쿠 문화는 덕질로 확장됨

### 어학사전

#### 국어사전

**덕질** 지식IN 오픈국어 ?

자신이 좋아하는 분야에 심취하여 그와 관련된 것들을 모으거나 찾아보는 행위를 이르는 말.

#### 영어사전

**덕질** 오픈사전 ?

Spazzing

자료: NAVER, 한국투자증권

덕질 또한 특정 분야에 한정된 것이 아닌 보편적인 개념임

다만 덕질은 앞서 언급한 것처럼 애니메이션 등 특정 분야에 한정된 것을 의미하는 것이 아니라 정의에 나와있는 것처럼 자신이 좋아하는 다양한 분야에 심취하는 오타쿠의 속성을 의미하는 단어이며 실제로 SNS에서도 덕질의 대상은 만화 애니메이션부터 웹툰, 아이돌, 낚시, 커피, 등 다양한 취미생활을 망라하여 일어나고 있는 것으로 파악된다.

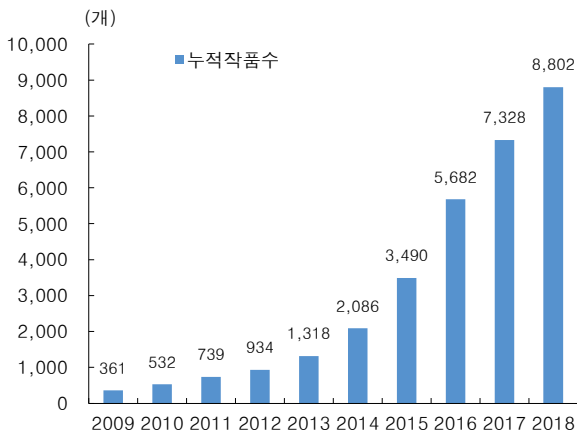
## IV. 한국웹툰의 현재와 미래

### 1. 한국웹툰, 확장의 선순환 시기 진입

한국 웹툰 시장  
본격적인 확장기에 진입

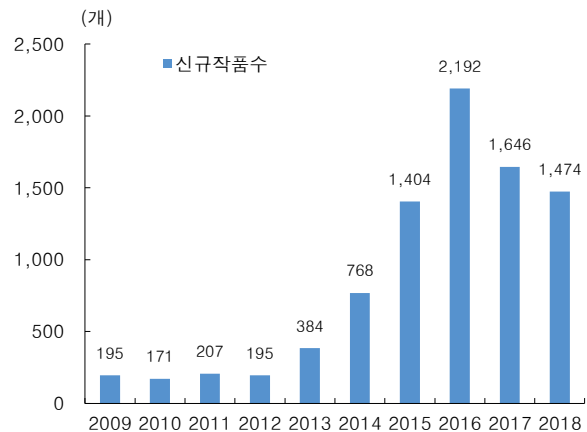
현재 한국 웹툰 시장은 과거 일본 애니메이션 시장의 확장기와 유사한 시기에 진입했다. 즉 국내에서 웹툰 이용자가 증가하고 웹툰에 대한 소비성향이 확대되며 시장이 확대되자 웹툰 작품수(작가들)이 증가하고 작품의 퀄리티가 증가하는, 즉 공급이 양적, 질적으로 풍성해지는 시기이다. 네이버에 따르면 웹툰작가들의 연평균 수익은 2억 2천만원, 신인작가의 연평균 수익 또한 9,900만원 수준이다. 웹툰 시장의 성장이 작가들의 수익확대로 이어지고 이러한 변화가 신인 작가들의 증가로 이어지는 선순환 구조가 일어나고 있다. 2009년 국내 웹툰 시장의 누적 작품 수는 361개였으나 2018년에는 8,802개로 20배 이상 크게 증가했으며 매년 신규 작품 수 또한 2009~2012년까지 평균 190개에서 2015년 이후에는 1,600개 이상으로 증가하며 시장 확대가 자연스럽게 웹툰의 양적 질적 성장으로 이어지고 있음을 확인할 수 있다.

[그림 26] 국내 웹툰의 누적 작품수는 2018년 8,802개 수준



자료: 웹툰가이드, 한국투자증권

[그림 27] 신규 작품수 또한 2014년 이후 크게 증가



자료: 웹툰가이드, 한국투자증권

[그림 28] 웹툰 시장의 성장으로 양질의 작가들이 유입되고 있음



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국투자증권

다양한 웹툰플랫폼의 등장과  
신인작가 발굴 노력이  
결합되고 있기 때문

이러한 트렌드에는 웹툰 시장이 성장하면서 전통적인 웹툰플랫폼인 네이버웹툰과 카카오페이지(다음웹툰) 외에도 코미코, 레진코믹스, 탑툰, 등 다양한 웹툰플랫폼이 등장하고, 또한 네이버웹툰과 카카오페이지 등 중요 웹툰 플랫폼들이 자체적으로 웹툰 작가가 데뷔할 수 있는 길인 베스트도전(네이버)과 같은 서비스를 운영하거나 신인작가 발굴 프로젝트(카카오페이지) 등을 적극적으로 하고 있기 때문이며, 이러한 플랫폼의 자체적인 노력 또한 웹툰 시장의 성장에 크게 기여했다고 판단한다.

[그림 29] 네이버의 신인작가 발굴 플랫폼인 베스트도전



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 30] 카카오페이지는 꾸준히 신인작가 공모전 시행



자료: 카카오페이지, 한국투자증권

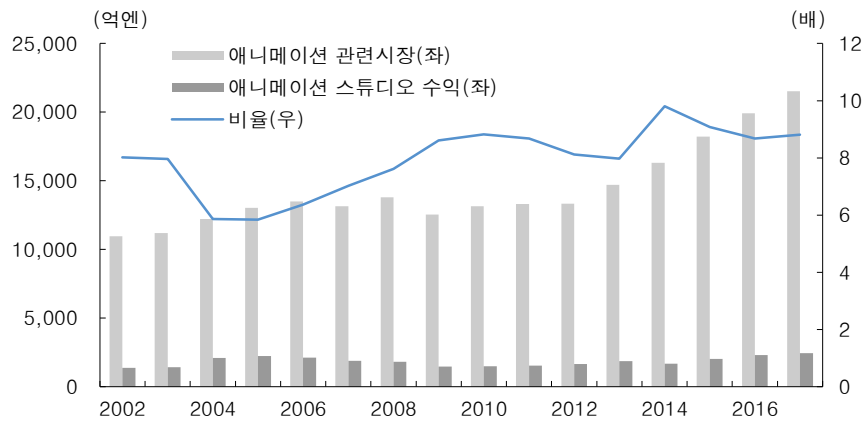
## 2. 한국웹툰의 미래, 일본 애니메이션 시장에서 확인 가능

### 1) 일본 애니메이션: 전체 시장이 스튜디오 수익 대비 8배 이상의 규모

일본 애니메이션 시장  
전체 시장이 스튜디오 수익  
대비 8배 이상

국내 웹툰 플랫폼들이 나아갈 길을 우리는 일본의 애니메이션 시장에서 확인할 수 있다. 2017년 기준 일본의 애니메이션과 애니메이션 관련 시장의 전체 매출은 2.1조엔 규모였으며, 반면 애니메이션을 제작하는 상업 애니메이션 스튜디오의 수익규모는 2,444억엔으로 전체 애니메이션 시장이 애니메이션 스튜디오의 수익 규모 대비 8.8배 수준을 기록했다. 그리고 2002년부터 2017년까지 꾸준하게 애니메이션 스튜디오의 수익과 전체 관련 시장의 비율은 5.8~9.8배 수준을 유지해 왔다.

[그림 31] 전체 애니메이션 관련 시장은 애니메이션 스튜디오 대비 수익규모가 8배 이상



자료: 일본영상협회, 한국투자증권

콘텐츠 가치창출의 핵심  
2차 창작물에 달려있음

애니메이션과 웹툰이 다른 형태의 콘텐츠이며 기본적인 수익창출 방식 또한 다르긴 하지만 기본적으로 콘텐츠 시장에서 가치창출의 핵심은 콘텐츠 자체의 소비보다 그 이후에 파생되는 2차 창작물에 달려있다고 볼 수 있다.

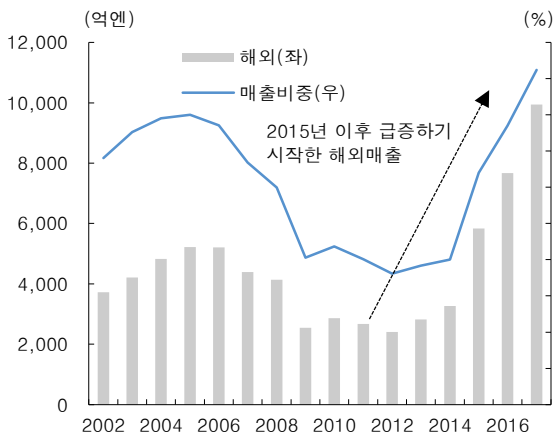


## 2) 해외 및 라이선싱, 상품판매 등의 매출비중이 높음

### 해외시장 매출비중이 높음

특히 주목해야 할 점은 2017년 기준 애니메이션의 해외매출이 9,948억엔으로 전체 매출에서 46%를 차지하고 있다는 점이다. 해외매출은 2006년 5,204억엔을 기록한 이후 지속적으로 감소하여 2012년에는 2,408억엔까지 줄었으나 다양한 일본 애니메이션의 해외에서의 인기 상승 및 Fate grand order 등 애니메이션 기반의 게임 등이 해외에서 흥행하기 시작하면서 2015년 이후부터 급증하기 시작했다.

[그림 32] 2015년부터 해외매출의 급증이 확인됨



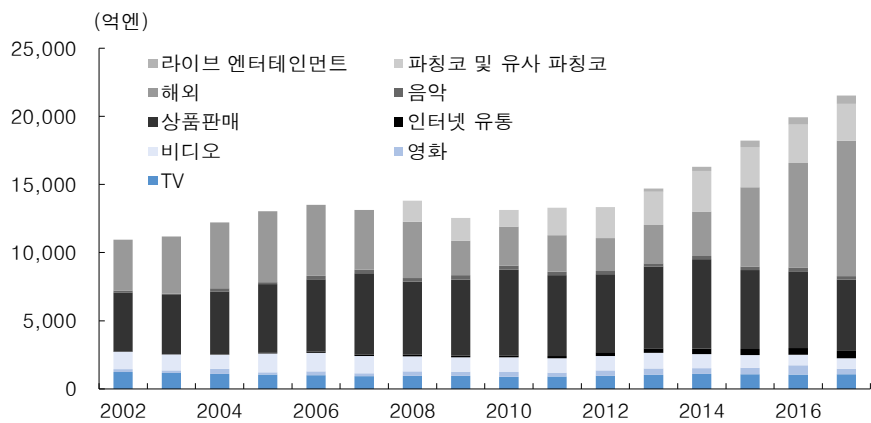
자료: 일본영상협회, 한국투자증권

[그림 33] 애니메이션 기반의 게임 흥행 등으로 추정



자료: Sony, 한국투자증권

[그림 34] 해외매출 및 상품판매 증가 등이 일본 애니메이션 시장 성장의 원동력



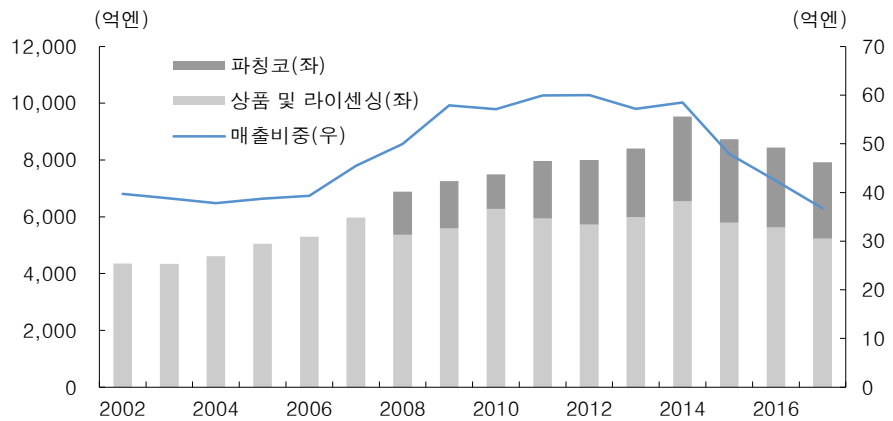
자료: 일본영상협회, 한국투자증권



**라이선싱 및 상품판매  
매출비중 또한 높음**

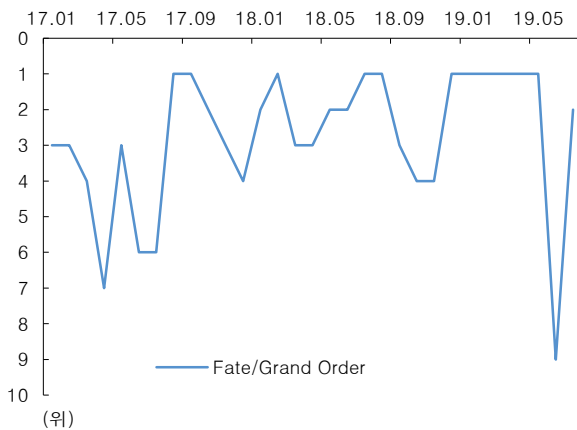
또한 일본 애니메이션 시장에서도 게임 등으로부터 발생하는 라이선싱 매출과 굿즈(goods) 등 상품판매, 및 일본에서 인기있는 파칭코 등 2차 창작물로부터의 발생하는 매출규모가 7,919억엔으로 2017년 기준 전체 시장의 37%를 차지하고 있는 것을 확인할 수 있다. 즉 콘텐츠 시장에서 중요한 것은 콘텐츠 자체의 매출보다도 이를 활용한 2차 창작물로부터의 매출이며, 이는 콘텐츠를 열광적으로 좋아하고 기꺼이 돈을 쓸 수 있는 오타쿠들이 많아져야지만 가능한 일이다.

**[그림 35] 라이선싱 및 상품판매 규모가 8,000억엔 수준까지 증가**



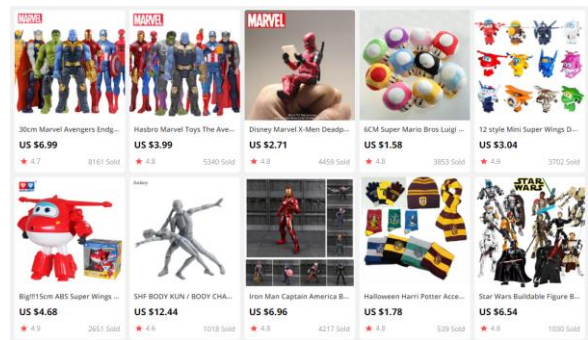
자료: 일본영상협회, 한국투자증권

**[그림 36] 글로벌 모바일게임 매출순위 10위권을 유지 중인 Fate/Grand Order**



자료: appannie, 한국투자증권

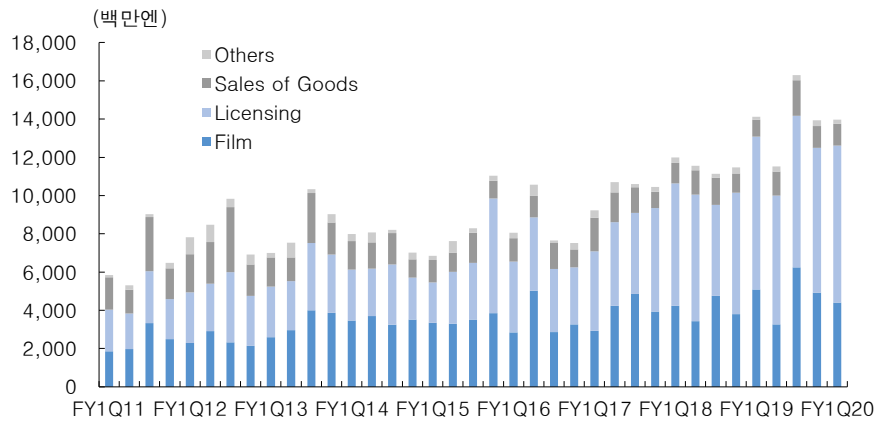
**[그림 37] 다양한 상품판매 또한 중요한 매출원**



자료: Alibaba, 한국투자증권

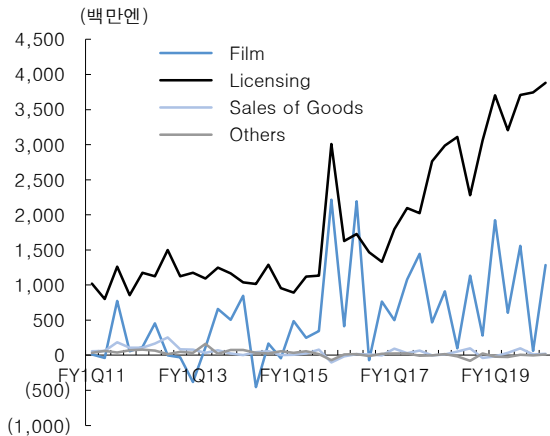
드래곤볼, 원피스, 디지몬 등으로 유명한 일본의 대표 애니메이션 및 콘텐츠 기업인 Toei Animation은 오타쿠의 확보와 그에 따른 2차 창작물의 매출증가로 인한 성장을 보여주는 대표적인 사례이다. FY1Q11 Toei의 영상콘텐츠 매출은 18.5억엔, 라이선싱 및 상품판매 매출은 38.8억엔이었으나, FY1Q20(2Q19)에는 영상콘텐츠 매출액이 44.1억엔으로, 라이선싱 매출은 93.5억엔으로 증가하며 전사의 성장을 견인하고 있다.

[그림 38] 라이선싱 매출이 특히 빠르게 증가하며 성장을 견인



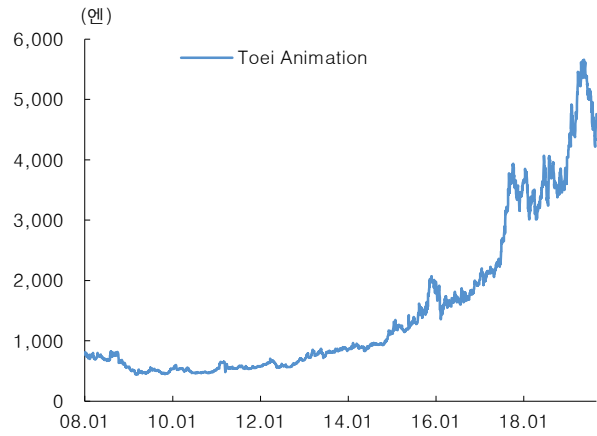
자료: Toei animation, 한국투자증권

[그림 39] 라이선싱은 꾸준히 영업이익을 창출



자료: Toei animation, 한국투자증권

[그림 40] 실적성장과 함께 꾸준히 주가 상승



자료: Bloomberg, 한국투자증권

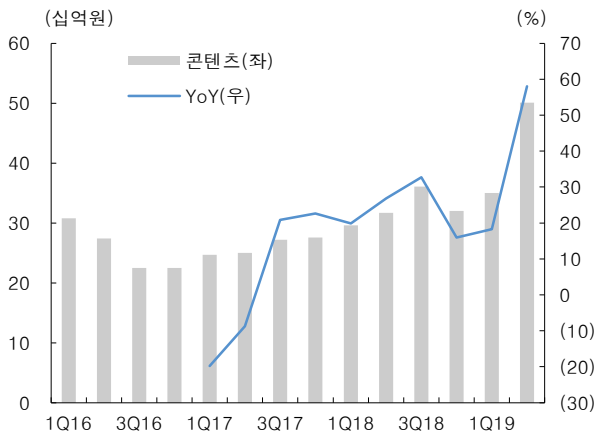
### 3. 국내 웹툰 플랫폼, 종합 엔터사업자로의 진화가 필요

#### 1) 네이버와 카카오의 웹툰 플랫폼, 매출 증가 지속 중

##### 카카오페이지와 네이버웹툰 꾸준한 매출 증가

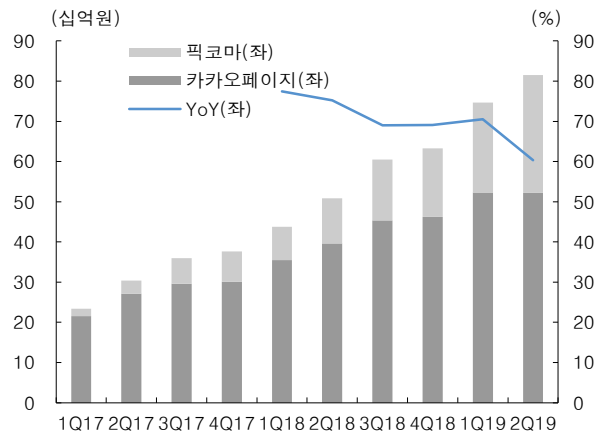
카카오페이지와 네이버웹툰은 꾸준히 매출 증가를 기록하고 있다. 스마트폰의 보급확산은 웹툰에 대한 접근성 또한 극대화했으며, 앞서 언급한 것처럼 웹툰시장의 성장에 따라 뛰어난 작가들이 꾸준히 웹툰시장으로 진입하고 있는 점 등이 복합적으로 웹툰 플랫폼의 매출 증가라는 선순환을 이끌어내고 있다. 네이버 웹툰의 2017년 매출액은 341억원, 2018년 매출액은 722억원으로 2배 이상 증가했으며, 카카오페이지 또한 2017년 1,184억원, 2018년에는 1,876억원의 매출을 기록하며 고성장세를 이어가고 있다.

[그림 41] 성장세가 가팔라지는 네이버의 콘텐츠 매출



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 42] 카카오페이지 또한 고성장세 지속 중



자료: 카카오, 한국투자증권

##### 2차 창작물의 매출창출이 점점 더 중요해질 것

그러나 일본 애니메이션 시장에서 볼 수 있는 것처럼 웹툰 등의 콘텐츠는 콘텐츠 자체에서 발생하는 매출보다도 2차 창작물들로부터 나오는 매출이 중요하며, 오타쿠를 양산할 수 있는 콘텐츠 제작 및 이를 적극적으로 활용해나가는 매출 증가 전략이 향후 웹툰 플랫폼의 실적 및 가치를 결정짓는 중요한 요소가 될 것이라고 전망한다.

종합 엔터 사업자로의  
진화가 필요

시리즈물의 제작을 통한  
오타쿠 확보가 가능

## 2) 웹툰, 오타쿠 확보와 종합 엔터 사업자로의 진화가 필요

그렇다면 어떻게 하면 국내의 웹툰 플랫폼이 오타쿠들을 만들어낼 수 있는 플랫폼으로 진화할 수 있을까 물론 여기에는 명백한 정답은 없으나, 해외의 다양한 사례들을 통해보면 몇 가지의 방법론이 있음을 알 수 있다.

첫 번째는 시리즈물(장기연재)의 제작이다. 과거부터 충성도 높은 많은 팬들을 보유한 콘텐츠들의 공통점은 시리즈물이라는 점이다. 해리포터, 반지의제왕, 스타워즈, 워크래프트, GTA, 콜오브듀티 등 장르를 불문하고 오타쿠들을 기반으로 장기 흥행에 성공한 작품들의 특징은 시리즈물로 꾸준하게 제작되었다는 점이다. 이는 앞서 언급한 오타쿠의 특징과도 연결이 되는 데, 오랫동안 스토리가 진행되고 세계관이 확장되면서, 혹은 초반에는 부족하고 불완전했던 주인공이 성장하는 모습 등을 보면서 거기에 몰입하고 빠져드는 특징 때문이다.

[그림 43] 대표적인 시리즈물인 해리포터 시리즈



자료: 워너브라더스, 한국투자증권

[그림 44] 스타워즈 또한 시리즈물로 큰 인기를 끌었음



자료: Disney, 한국투자증권

콘텐츠의 매체 확장 또한 중요한 요소

두 번째는 콘텐츠의 매체 확장이다. 해리포터, 반지의제왕, 국내에서는 신과함께 등 많은 인기 콘텐츠들이 소설, 웹툰 등의 콘텐츠로부터 영화 등 영상화된 콘텐츠로 확장되어 제작되었으며, 이 과정에서 기존 팬의 충성도가 높아지거나 새로운 팬을 확보하면서 성장했다. 혹은 어벤져스, 스파이더맨, 배트맨 시리즈 등 마블이나 DC와 같은 콘텐츠 사업자들의 전략은 영상화된 콘텐츠들을 통해서 세계관의 확장 및 스토리 진행과 주인공의 성장을 보여줌으로써 많은 오타쿠들을 양산할 수 있었다.

[그림 45] 영상콘텐츠를 통해서 세계관을 확장하고 성공한 마블 유니버스 시리즈



자료: Marvel, 한국투자증권



네이버와 카카오 또한 적극적으로 웹툰의 영화, 드라마화를 추진 중

이러한 맥락에서 보면 최근 카카오나 네이버가 모두 적극적으로 웹툰의 영화화, 드라마화 등에 뛰어드는 이유 또한 충분히 설명이 된다. 인기 콘텐츠들을 영상화함으로써 새로운 팬을 확보하거나 기존 팬들의 콘텐츠에 대한 충성도를 올릴 수 있기 때문이다.

[그림 46] 네이버가 설립한 스튜디오N

STUDIO 

**FUN OR  
NOTHING**

스튜디오N은 네이버웹툰의 자회사로, 재미있고 흥미로운 이야기를 영화, 드라마, 애니메이션 등의 영상으로 선보이고자 2018년 8월 설립되었습니다. 언제나 궁금한 그 다음 이야기 라는 'Next'의 N, 콘텐츠와 영상, 관객을 연결한다는 'O'를 의미합니다.

자료: NAVER, 한국투자증권

네이버웹툰, 카카오페이지 또한 종합 콘텐츠 사업자로 진화가 가능

따라서 향후 네이버웹툰과 카카오페이지의 해외의 작품들처럼 방대한 세계관을 보유하고 오타쿠들을 확보할 수 있는 깊이 있는 작품들이 출현한다면 충분히 두 플랫폼 모두 거대한 종합 콘텐츠 사업자로의 진화가 가능하다.

[그림 47] 카카오 또한 콘텐츠 제작사인 카카오M 설립

**We Entertain**

카카오M은 'Entertain DNA'가 담긴 모든 문화 콘텐츠를 만듭니다. 언제 어디서나 연결하는 플랫폼을 통해 전 세계로 즐거움을 전달하고 확장합니다.

자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 48] 드라마, 영화 등 다양한 콘텐츠로 웹툰을 제작 중



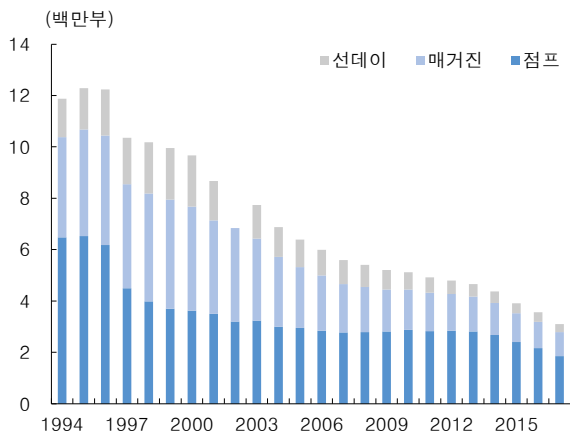
자료: NAVER, 한국투자증권

## 4. 국내 웹툰 플랫폼의 가능성

### 1) 웹툰, 모바일 환경에서 가장 매체친화적인 콘텐츠

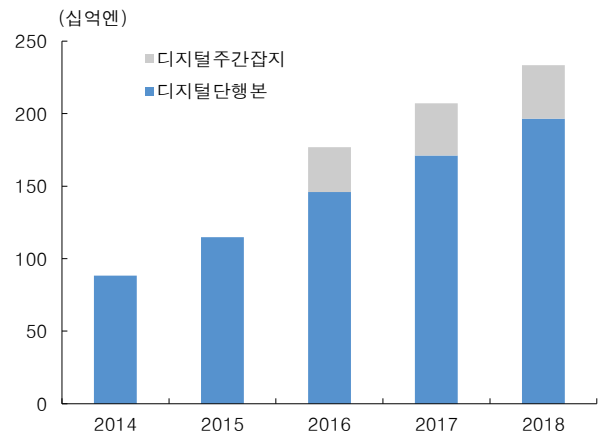
웹툰이 갖는 가장 기본적인 가치는 모바일 환경에서 가장 매체친화적인 콘텐츠라는 점이다. 이용자가 가장 중요한 콘텐츠 시장에서 매체친화성은 매우 중요한 요소이다. 오프라인 콘텐츠 시장이 큰 일본에서도 종이 매체의 판매량은 꾸준히 감소하고 있으며 반대로 디지털 도서 시장은 성장하고 있다.

[그림 49] 일본에서도 종이 매체의 판매량은 계속 감소 중



자료: 일본출판협회, 한국투자증권

[그림 50] 디지털 도서의 시장은 확대 중



자료: 일본출판협회, 한국투자증권

국내 웹툰은 꾸준히 스마트폰에 최적화된 형태로 콘텐츠 제작 방식이 발전해왔으며 이러한 점에 힘입어 네이버웹툰(라인망가)과 카카오페이지(픽코마) 등 국내 대표 웹툰플랫폼이 만화의 본고장인 일본에서도 높은 인기를 보이고 있다. 뿐만 아니라 네이버웹툰은 미국 및 동남아 등 타 해외 시장에서도 이용자 수 1위의 플랫폼으로 자리를 잡아 매체친화성을 기반으로 플랫폼의 성장이 일어나고 있음을 알 수 있다.

네이버 카카오의 콘텐츠  
포트폴리오가 빛을 발할 것

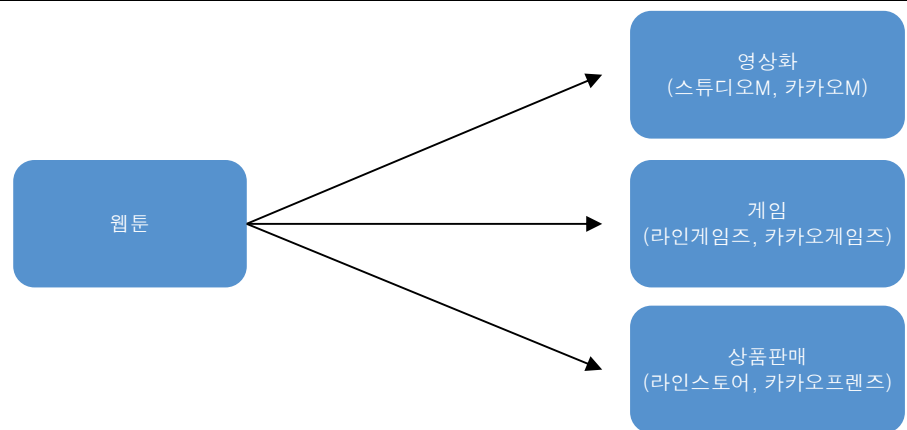
웹툰을 시작으로  
게임, 영상, 굿즈와 관련된  
다양한 사업부를 보유

## 2) 네이버, 카카오의 콘텐츠 포트폴리오가 장기적으로 빛을 발할 것

웹툰이라고 하는 콘텐츠가 2차 창작될 수 있는 대표적인 콘텐츠들은 영화, 드라마, 게임이 있으며 여기서 또 한번 파생될 수 있는 분야가 굿즈(goods)이다. 그리고 네이버와 카카오가 이미 해당 분야들에 대한 사업 포트폴리오를 완성해 가고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 네이버는 최근 스튜디오N을 통해서 자사의 웹툰IP들을 드라마 및 영화 등으로 영상콘텐츠화를 하기 시작했으며, 카카오 또한 콘텐츠 제작사인 카카오M을 설립하고 직접 자사의 웹툰 및 웹소설 IP들을 영상콘텐츠로 제작할 예정이다.

또한 네이버는 라인게임즈, 카카오는 카카오게임즈를 통해 장기적으로 이러한 IP를 게임으로 제작할 수 있으며, 최종적으로는 카카오프렌즈 스토어와 라인프렌즈 스토어 등을 통해 콘텐츠로부터 파생되는 굿즈를 직접 판매할 수도 있다. 따라서 네이버와 카카오가 보유하고 있는 콘텐츠 관련 사업 포트폴리오전부가 장기적으로 웹툰 IP의 활용을 통해서 가치가 증가할 수 있다는 점이 해당 기업들의 웹툰 사업이 중요한 이유다.

[그림 51] 네이버, 카카오의 콘텐츠 관련 포트폴리오



자료: 한국투자증권

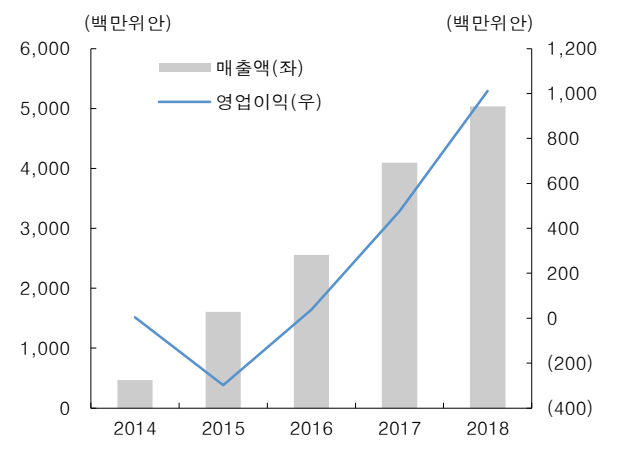


## 5. 국내 웹툰 플랫폼의 가치에 대한 고민

### 1) China Literature를 제외하면 뚜렷한 peer의 부재

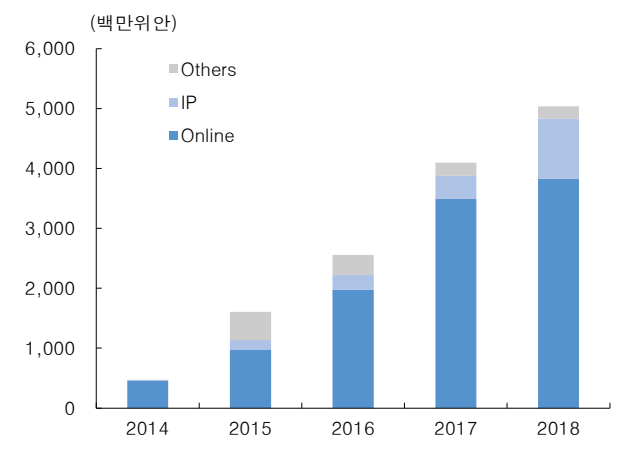
따라서 당사는 네이버웹툰, 카카오페이지의 가치판단에서 가장 중요한 요소는 2차창작물을 통한 비즈니스 확장의 가능성 여부라고 판단한다. 그것을 기준으로 판단해 볼 때 국내에 상장되어 있는 디앤씨미디어, 미스터블루 등 중소 웹툰 플랫폼을 비교대상으로 삼는 것은 다소 무리라고 판단한다. 이러한 점을 복합적으로 고려해볼 때 현 상황에서 국내 플랫폼들의 적절한 peer가 될 수 있는 기업은 중국 텐센트의 자회사인 China Literature가 유일한 상황이다. China Literature는 중국의 대표 웹소설 플랫폼으로 웹소설 콘텐츠 유통을 기반으로 성장해왔으나 2018년 하반기부터 New Classics Media라는 드라마/영화 제작사를 인수한 이후 IP 비즈니스의 매출이 빠르게 증가하는 것이 확인되고 있다.

[그림 52] 실적은 빠르게 증가 중



자료: China Literature, 한국투자증권

[그림 53] 2018년부터 IP 비즈니스 매출이 빠르게 증가



자료: China Literature, 한국투자증권

상장 초기 China Literature의 valuation은 매우 높아 PER은 100배 이상, PSR 또한 15배 이상을 부여받고 있었으나 이후 주가가 꾸준히 하락하며 현재는 30배 수준의 PER과 약 4배 수준의 PSR을 받고 있는 상태다.

## 2) 카카오페이지와 네이버웹툰의 매출인식법 차이

통상적으로 웹툰과 웹소설은 CP(Contents Provider)가 플랫폼 사업자들 대비 더 많은 매출분배를 받는다. 일반적으로 CP와 플랫폼 사업자들의 revenue sharing ratio는 7:3 수준으로 알려져 있으며, 인기 작가들의 경우 이보다 더 많은 비율을 받는 것으로 알려져 있다.

카카오페이지의 경우 라이선스를 보유한 콘텐츠들에 대해서는 총매출을 인식한 후 관련 비용을 함께 인식하는 구조이며, 라이선스가 없는 콘텐츠들에 대해서는 순매출만을 인식하고 있다. 2018년 기준 카카오페이지의 매출액과 거래대금의 차이가 크지 않은 점을 고려할 때 카카오페이지의 매출은 대부분이 라이선스 보유 작품들로부터 발생함을 추정할 수 있다.

반면 네이버웹툰은 대부분의 매출을 수수료를 제외한 순매출을 인식하는 구조이다. 앞서 언급한 것처럼 플랫폼 사업자가 인식하는 매출은 전체 매출의 30% 이하이기 때문에 매출 인식방법의 차이로 카카오페이지와 네이버웹툰의 매출 차이가 크며, 아직 두 플랫폼이 PSR에 기반한 밸류에이션을 해야만 하는 상황이기 때문에 이러한 차이는 고려할 필요가 있다.

### 3) 네이버웹툰과 카카오페이지의 가치

결론적으로 네이버웹툰과 카카오페이지의 가치산정을 위해서는 양 플랫폼의 2020년 거래대금(총매출)을 추정한 후 peer가 될 수 있는 China Literature의 2019년 이후 평균 PSR을 적용하는 방법이 가장 합리적일 것이다. 이 경우 네이버웹툰의 적정가치는 2.1조원(2020년 추정 거래대금 3,879억원에 multiple 5.3배 적용), 카카오페이지의 적정가치는 1.8조원(2020년 거래대금 3,373억원에 multiple 5.3배 적용)으로 판단한다.

우선 네이버웹툰의 경우 8월 5일에 열린 네이버 애널리스트데이를 통해 발표한 2019년 12월 네이버웹툰과 라인 망가의 합산 거래대금 목표치가 600억원이다. 라인망가의 경우 2Q19 거래대금이 63억엔이며 1Q20에 거래대금이 85억엔 수준으로 추정되기 때문에 역산할 경우 1Q20 이후부터 네이버 웹툰의 분기 거래대금은 900억원 수준으로 증가한다고 산정할 수 있으며, 이를 기반으로 2020년 총 거래대금을 약 3,879억원으로 추정했다.

카카오페이지의 경우 2Q19 거래대금이 640억원이며, 이후 2020년까지 연평균으로 25%의 증가가 지속될 것이라고 가정했다. 이를 기반으로 추산한 2020년 거래대금은 3,373억원이다.

〈표 5〉 각 웹툰 플랫폼 적정가치 추정

(단위: 억원, 배)

| 네이버웹툰          |        | 비고                               |
|----------------|--------|----------------------------------|
| 2020년 거래대금 추정치 | 3,879  |                                  |
| 적용 multiple    | 5.3    | China Literature 2019년 평균 PSR 적용 |
| 적정가치           | 20,559 |                                  |
| 카카오페이지         |        |                                  |
| 2020년 거래대금 추정치 | 3,447  |                                  |
| 적용 multiple    | 5.3    | China Literature 2019년 평균 PSR 적용 |
| 적정가치           | 18,268 |                                  |

자료: 한국투자증권

## ■ 용어해설

- 오타쿠: 애니메이션, SF 등의 콘텐츠에 크게 열광하는 사람
- 라이선싱: 상표 등록된 재산을 가지고 있는 개인 혹은 단체가 대가를 받고 사용 권리를 부여하는 계약
- 굿즈(Goods): 연예인 또는 애니메이션 등과 관련된 파생 상품
- IP(Intellectual Property): 발명, 상표, 디자인 등의 산업재산권과 문학, 음악, 미술 작품 등에 대한 저작권의 총칭
- CP(Contents Provider): 인터넷을 통해 다양한 정보 및 콘텐츠를 제공하는 개인 혹은 업체

*This page is left blank intentionally*

# 기업분석

---

NAVER(035420)

카카오(035720)

---

# NAVER(035420)

매수(유지) / TP: 185,000원 (상향)

|                    |                                   |
|--------------------|-----------------------------------|
| 주가(9/11, 원)        | 153,500                           |
| 시가총액(십억원)          | 25,299                            |
| 발행주식수(백만)          | 165                               |
| 52주 최고/최저가(원)      | 153,500/106,500                   |
| 일평균 거래대금(6개월, 백만원) | 61,599                            |
| 유동주식비율(%)          | 77.3                              |
| 외국인지분율(%)          | 59.3                              |
| 주요주주(%)            | 국민연금공단 10.9                       |
|                    | BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.0 |

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | DY<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2017A | 4,678        | 1,179         | 773          | 1,062      | (79.4)     | 1,385           | 163.8      | 17.9             | 4.8        | 18.5       | 0.2       |
| 2018A | 5,587        | 943           | 649          | 4,437      | 317.6      | 1,204           | 27.5       | 13.8             | 3.1        | 13.0       | 0.3       |
| 2019F | 6,615        | 781           | 385          | 2,645      | (40.4)     | 1,100           | 58.0       | 20.0             | 3.7        | 7.1        | 0.2       |
| 2020F | 7,865        | 1,145         | 700          | 4,812      | 81.9       | 1,524           | 31.9       | 14.4             | 3.4        | 11.8       | 0.2       |
| 2021F | 9,324        | 1,300         | 802          | 5,512      | 14.6       | 1,741           | 27.8       | 12.5             | 3.1        | 12.1       | 0.2       |

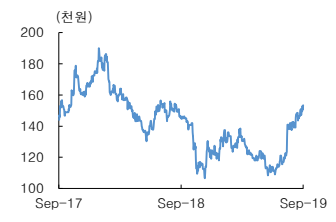
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 부각될 자회사들의 가치

### 주가상승률

|          | 1개월 | 6개월  | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가(%)  | 7.7 | 15.0 | 5.7  |
| 상대주가(%p) | 2.0 | 19.1 | 16.0 |

### 주가추이



**네이버웹툰의 가치는 2.1조원으로 추산:** 당사는 네이버웹툰의 가치를 2.1조원 (2020년 거래대금 3,879억원에 multiple 5.3배 적용)으로 판단한다. 국내 대표 웹툰플랫폼의 지위를 굳히고 있는 네이버웹툰은 2017년부터 적극적으로 해외시장 진출을 추진하여 미국, 일본 및 인도네시아, 태국 등 6개국에서 MAU 기준 1등 웹툰 플랫폼으로 자리잡았다. 현재 네이버 웹툰의 MAU는 5,800만명, DAU는 1,500만명 수준이며 점진적으로 해외에서도 유저 및 거래대금이 증가하고 있어 지역적 확장성 측면에서도 가장 기대할 것이 많은 플랫폼이다.

**네이버 파이낸셜 등 기타 사업부들의 가치가 부각될 것:** 네이버 파이낸셜 또한 최근 네이버로부터 분할과 함께 미래에셋으로부터 투자를 5,000억원 규모의 투자를 유치하였다. 미래에셋의 예상 지분률이 20~25%임을 고려할 때 네이버 파이낸셜의 가치는 2조원에서 2.5조원 수준으로 추정할 수 있다. 단순히 지분투자로 인한 가치를 인식하는 것 이외에도 네이버가 핀테크산업에 대해 적극적인 태도를 취했다는 점을 더욱 중요하게 생각할 필요가 있다. 핀테크는 빅데이터를 분석을 통해 금융에서 가치를 창출하는 것이 근본적인 비즈니스 모델이며 국내 최대 규모의 커머스 플랫폼인 네이버 쇼핑과, 거래 기반의 결제 서비스인 네이버페이 보유 중인 네이버는 핀테크에서 가장 큰 경쟁력이 있는 기업이었으나 그동안 소극적인 태도를 보여왔다는 점이 기업가치가 저평가를 받아온 주요 원인이었다. 그러나 전략변화와 함께 이러한 사업부들이 가치를 인정받을 수 있게 된 점이 중요하다.

**투자의견 매수 유지하며 목표주가 185,000원으로 상향:** 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 기존 160,000원에서 185,000원으로 15.6% 상향조정한다. 기존의 포털과 라인가치에 네이버 웹툰의 가치 2.1조원, 네이버 페이의 가치 1.5조원을 반영해 산출했다. 여전히 네이버 포털은 저평가되어 있는 상태이며, 라인의 점진적 비용감소와 함께 2020년부터는 이익 또한 증익구간으로 접어들 수 있는 상태이기 때문에 여러모로 기대할 것이 많다. 인터넷업종 top pick 의견을 유지한다.

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com



〈표 6〉 네이버 실적추정

(단위: 십억원)

|             | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18         | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19F        | 4Q19F        | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>  | <b>1,309</b> | <b>1,364</b> | <b>1,398</b> | <b>1,517</b> | <b>1,511</b> | <b>1,630</b> | <b>1,676</b> | <b>1,798</b> | <b>4,678</b> | <b>5,587</b> | <b>6,615</b> | <b>7,865</b> |
| YoY(%)      | 21.0         | 20.7         | 16.4         | 19.8         | 15.4         | 19.6         | 19.9         | 18.6         | 16.3         | 19.4         | 18.4         | 18.9         |
| 광고          | 133          | 149          | 136          | 155          | 142          | 167          | 151          | 174          | 529          | 573          | 634          | 706          |
| 비즈니스플랫폼     | 593          | 612          | 613          | 659          | 669          | 716          | 715          | 756          | 2,158        | 2,476        | 2,856        | 3,245        |
| IT플랫폼       | 73           | 86           | 89           | 106          | 99           | 106          | 112          | 127          | 218          | 352          | 444          | 535          |
| 콘텐츠서비스      | 30           | 32           | 36           | 32           | 35           | 50           | 54           | 55           | 105          | 129          | 194          | 260          |
| LINE 및 기타   | 481          | 486          | 524          | 565          | 565          | 592          | 643          | 686          | 1,745        | 2,056        | 2,487        | 3,120        |
| <b>영업비용</b> | <b>1,052</b> | <b>1,113</b> | <b>1,176</b> | <b>1,303</b> | <b>1,305</b> | <b>1,502</b> | <b>1,467</b> | <b>1,560</b> | <b>3,499</b> | <b>4,645</b> | <b>5,834</b> | <b>6,721</b> |
| YoY(%)      | 32.9         | 31.8         | 32.3         | 33.7         | 24.0         | 35.0         | 24.8         | 19.7         | 19.8         | 32.7         | 25.6         | 15.2         |
| 플랫폼개발/운영    | 183          | 190          | 193          | 192          | 218          | 235          | 241          | 263          | 606          | 759          | 957          | 1,133        |
| 대행/파트너      | 240          | 262          | 255          | 278          | 277          | 298          | 305          | 327          | 857          | 1,036        | 1,207        | 1,432        |
| 인프라         | 60           | 64           | 67           | 73           | 76           | 80           | 84           | 90           | 225          | 264          | 330          | 393          |
| 마케팅         | 71           | 85           | 82           | 100          | 66           | 103          | 97           | 108          | 242          | 338          | 374          | 456          |
| LINE 및 기타   | 497          | 512          | 579          | 661          | 668          | 786          | 740          | 772          | 1,569        | 2,249        | 2,966        | 3,307        |
| <b>영업이익</b> | <b>257</b>   | <b>251</b>   | <b>222</b>   | <b>213</b>   | <b>206</b>   | <b>128</b>   | <b>208</b>   | <b>239</b>   | <b>1,179</b> | <b>943</b>   | <b>781</b>   | <b>1,145</b> |
| YoY(%)      | (11.6)       | (12.1)       | (29.0)       | (26.7)       | (19.7)       | (48.8)       | (6.1)        | 11.9         | 7.0          | (20.1)       | (17.1)       | 46.5         |
| 영업이익률(%)    | 20           | 18           | 16           | 14           | 14           | 8            | 12           | 13           | 25           | 17           | 12           | 15           |
| <b>세전이익</b> | <b>256</b>   | <b>388</b>   | <b>187</b>   | <b>281</b>   | <b>190</b>   | <b>110</b>   | <b>174</b>   | <b>204</b>   | <b>1,196</b> | <b>1,112</b> | <b>678</b>   | <b>982</b>   |
| YoY(%)      | (16.7)       | 27.3         | (41.8)       | 6.8          | (25.8)       | (71.6)       | (7.1)        | (27.2)       | 5.7          | (7.0)        | (39.0)       | 44.8         |
| <b>순이익</b>  | <b>154</b>   | <b>282</b>   | <b>68</b>    | <b>124</b>   | <b>88</b>    | <b>27</b>    | <b>123</b>   | <b>145</b>   | <b>770</b>   | <b>628</b>   | <b>383</b>   | <b>697</b>   |
| YoY(%)      | (27.1)       | 64.4         | (68.3)       | (27.9)       | (43.0)       | (90.2)       | 80.2         | 17.0         | 1.5          | (18.5)       | (38.9)       | 81.8         |

자료: NAVER, 한국투자증권

〈표 7〉 Valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항목              | 비고             |
|-----------------|----------------|
| <b>네이버포털가치</b>  | <b>17,485</b>  |
| 2019F NOPLAT    | 920            |
| PER             | 19.0           |
| <b>라인가치</b>     | <b>8,989</b>   |
| Sales(2019F)    | 2,487          |
| PSR             | 5.0            |
| <b>네이버웹툰가치</b>  | <b>2,056</b>   |
| GMV(2020F)      | 388            |
| multiple        | 5.3            |
| <b>네이버페이가치</b>  | <b>1,500</b>   |
| 네이버페이 가치        | 2,000          |
| 지분률(추정)         | 75%            |
| <b>네이버 적정시총</b> | <b>30,530</b>  |
| 적정주가            | 185,240        |
| <b>목표주가</b>     | <b>185,000</b> |

자료: 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

NAVER는 일평균 1,800만명의 이용자가 방문하는 검색 점유율 1위의 국내 대표 인터넷 검색포털. 사업 부문은 광고(검색, 디스플레이), 콘텐츠, 기타로 분류되며 2018년 기준 70% 이상의 매출이 광고 부문에서 발생. 자회사 LINE은 일본을 포함한 4개국(대만, 태국, 인도네시아)의 주요 메신저로 1.6억명 이상의 MAU 보유. 게임, 광고, 이모티콘 등이 주요 매출원이며 최근에는 일본, 대만, 태국, 인도네시아의 금융 부문으로 진출을 진행 중.

### 재무상태표

(단위: 십억원)

|            | 2017A   | 2018A   | 2019F   | 2020F   | 2021F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산       | 4,784   | 5,386   | 6,377   | 7,582   | 8,988   |
| 현금성자산      | 1,908   | 3,323   | 3,935   | 4,678   | 5,545   |
| 매출채권및기타채권  | 1,025   | 1,094   | 1,295   | 1,540   | 1,825   |
| 재고자산       | 36      | 57      | 68      | 81      | 96      |
| 비유동자산      | 3,235   | 4,496   | 5,362   | 6,349   | 7,450   |
| 투자자산       | 1,388   | 2,248   | 2,661   | 3,164   | 3,751   |
| 유형자산       | 1,150   | 1,457   | 1,765   | 2,072   | 2,379   |
| 무형자산       | 340     | 307     | 363     | 432     | 512     |
| 자산총계       | 8,019   | 9,881   | 11,739  | 13,931  | 16,437  |
| 유동부채       | 2,303   | 2,620   | 3,085   | 3,559   | 4,162   |
| 매입채무및기타채무  | 1,246   | 1,548   | 1,852   | 2,517   | 3,170   |
| 단기차입금및단기사채 | 211     | 357     | 503     | 650     | 796     |
| 유동성장기부채    | 150     | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 비유동부채      | 411     | 1,312   | 2,367   | 3,434   | 4,584   |
| 사채         | 0       | 712     | 1,423   | 2,135   | 2,846   |
| 장기차입금및금융부채 | 55      | 103     | 151     | 199     | 248     |
| 부채총계       | 2,714   | 3,932   | 5,452   | 6,993   | 8,746   |
| 지배주주지분     | 4,762   | 5,240   | 5,580   | 6,234   | 6,990   |
| 자본금        | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      |
| 자본잉여금      | 1,508   | 1,541   | 1,541   | 1,541   | 1,541   |
| 기타자본       | (1,200) | (1,325) | (1,325) | (1,325) | (1,325) |
| 이익잉여금      | 4,556   | 5,229   | 5,569   | 6,223   | 6,979   |
| 비지배주주지분    | 543     | 709     | 707     | 705     | 701     |
| 자본총계       | 5,305   | 5,949   | 6,287   | 6,938   | 7,691   |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2017A   | 2018A | 2019F   | 2020F   | 2021F   |
|-----------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름  | 940     | 974   | 1,112   | 1,440   | 1,750   |
| 당기순이익     | 770     | 628   | 383     | 697     | 799     |
| 유형자산감가상각비 | 183     | 228   | 282     | 336     | 389     |
| 무형자산상각비   | 24      | 33    | 37      | 44      | 52      |
| 자산부채변동    | (139)   | 220   | 14      | (44)    | 23      |
| 기타        | 102     | (135) | 396     | 407     | 487     |
| 투자활동현금흐름  | (1,310) | (388) | (1,362) | (1,559) | (1,746) |
| 유형자산투자    | (472)   | (535) | (607)   | (660)   | (714)   |
| 유형자산매각    | 6       | 18    | 18      | 18      | 18      |
| 투자자산순증    | (688)   | 201   | (537)   | (630)   | (715)   |
| 무형자산순증    | (28)    | (42)  | (94)    | (113)   | (133)   |
| 기타        | (128)   | (30)  | (142)   | (174)   | (202)   |
| 재무활동현금흐름  | 636     | 751   | 862     | 863     | 864     |
| 자본의증가     | 628     | 191   | 0       | 0       | 0       |
| 차입금의순증    | 48      | 731   | 906     | 906     | 906     |
| 배당금지급     | (33)    | (42)  | (46)    | (46)    | (46)    |
| 기타        | (7)     | (129) | 2       | 3       | 4       |
| 기타현금흐름    | (85)    | 79    | 0       | 0       | 0       |
| 현금의증가     | 181     | 1,415 | 612     | 744     | 867     |

주: K-IFRS (연결) 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)

|            | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 4,678 | 5,587 | 6,615 | 7,865 | 9,324 |
| 매출원가       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익      | 4,678 | 5,587 | 6,615 | 7,865 | 9,324 |
| 판매관리비      | 3,499 | 4,644 | 5,834 | 6,721 | 8,024 |
| 영업이익       | 1,179 | 943   | 781   | 1,145 | 1,300 |
| 금융수익       | 115   | 191   | 236   | 240   | 241   |
| 이자수익       | 37    | 27    | 21    | 22    | 22    |
| 금융비용       | 32    | 139   | 186   | 188   | 189   |
| 이자비용       | 1     | 14    | 13    | 16    | 16    |
| 기타영업외손익    | (52)  | 202   | (30)  | (88)  | (99)  |
| 관계기업관련손익   | (14)  | (85)  | (123) | (127) | (128) |
| 세전계속사업이익   | 1,196 | 1,112 | 678   | 982   | 1,125 |
| 법인세비용      | 423   | 489   | 291   | 285   | 326   |
| 연결당기순이익    | 770   | 628   | 383   | 697   | 799   |
| 지배주주지분순이익  | 773   | 649   | 385   | 700   | 802   |
| 기타포괄이익     | (143) | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익      | 627   | 634   | 383   | 697   | 799   |
| 지배주주지분포괄이익 | 673   | 627   | 385   | 700   | 802   |
| EBITDA     | 1,385 | 1,204 | 1,100 | 1,524 | 1,741 |

### 주요투자지표

|               | 2017A   | 2018A   | 2019F   | 2020F   | 2021F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)       |         |         |         |         |         |
| EPS           | 1,062   | 4,437   | 2,645   | 4,812   | 5,512   |
| BPS           | 36,008  | 39,663  | 41,722  | 45,691  | 50,278  |
| DPS           | 289     | 314     | 314     | 314     | 314     |
| 성장성(%, YoY)   |         |         |         |         |         |
| 매출증가율         | 16.3    | 19.4    | 18.4    | 18.9    | 18.5    |
| 영업이익증가율       | 7.0     | (20.1)  | (17.1)  | 46.5    | 13.5    |
| 순이익증가율        | 3.1     | (16.1)  | (40.7)  | 81.8    | 14.6    |
| EPS증가율        | (79.4)  | 317.6   | (40.4)  | 81.9    | 14.6    |
| EBITDA증가율     | 9.5     | (13.1)  | (8.6)   | 38.5    | 14.2    |
| 수익성(%)        |         |         |         |         |         |
| 영업이익률         | 25.2    | 16.9    | 11.8    | 14.6    | 13.9    |
| 순이익률          | 16.5    | 11.6    | 5.8     | 8.9     | 8.6     |
| EBITDA Margin | 29.6    | 21.5    | 16.6    | 19.4    | 18.7    |
| ROA           | 10.7    | 7.0     | 3.5     | 5.4     | 5.3     |
| ROE           | 18.5    | 13.0    | 7.1     | 11.8    | 12.1    |
| 배당수익률         | 0.2     | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| 배당성향          | 5.5     | 7.1     | 11.9    | 6.5     | 5.7     |
| 안정성           |         |         |         |         |         |
| 순차입금(십억원)     | (3,182) | (2,897) | (2,740) | (2,744) | (2,900) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 7.8     | 19.7    | 33.0    | 43.0    | 50.6    |
| Valuation(X)  |         |         |         |         |         |
| PER           | 163.8   | 27.5    | 58.0    | 31.9    | 27.8    |
| PBR           | 4.8     | 3.1     | 3.7     | 3.4     | 3.1     |
| EV/EBITDA     | 17.9    | 13.8    | 20.0    | 14.4    | 12.5    |

# 카카오(035720)

매수(분석재개) / TP: 160,000원

|                    |                 |
|--------------------|-----------------|
| 주가(9/11, 원)        | 133,000         |
| 시가총액(십억원)          | 11,146          |
| 발행주식수(백만)          | 84              |
| 52주 최고/최저가(원)      | 138,500/87,600  |
| 일평균 거래대금(6개월, 백만원) | 67,165          |
| 유동주식비율(%)          | 66.1            |
| 외국인지분율(%)          | 28.3            |
| 주요주주(%)            | 김범수 외 19 인 28.9 |
|                    | 국민연금공단 8.1      |

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | DY<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2017A | 1,972        | 165           | 109          | 1,602      | 83.3       | 295             | 85.5       | 29.9             | 2.3        | 2.9        | 0.1       |
| 2018A | 2,417        | 73            | 48           | 623        | (61.1)     | 208             | 165.3      | 35.3             | 1.7        | 1.0        | 0.1       |
| 2019F | 3,055        | 177           | 318          | 4,003      | 542.6      | 344             | 33.2       | 27.7             | 2.0        | 6.0        | 0.1       |
| 2020F | 3,720        | 371           | 688          | 8,646      | 116.0      | 568             | 15.4       | 15.8             | 1.8        | 11.9       | 0.1       |
| 2021F | 4,322        | 528           | 951          | 11,951     | 38.2       | 754             | 11.1       | 11.2             | 1.6        | 14.4       | 0.1       |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

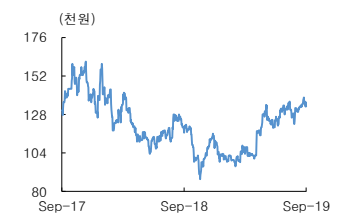
## 본격 성장 스토리의 시작

**본격 턴어라운드 시작:** 카카오에 대해 매수 의견과 목표주가 160,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했으며 다음포털과 카카오톡의 가치, 그리고 카카오게임즈, 카카오페이지, 카카오페이와 뱅크 등 주요 자회사들의 가치를 합산하여 산정했다. 하반기 카카오톡에 신규 광고상품인 특비즈가 출시됨에 따라 본격적으로 이익이 성장국면에 진입하며, 카카오페이와 뱅크를 중심으로 핀테크 산업에서도 가장 높은 경쟁력을 보유한 국내 기업이다. 뿐만 아니라 웹툰을 중심으로 한 비즈니스의 확장으로 카카오가 보유한 콘텐츠 포트폴리오가 부각받을 전망으로 실적개선 외에도 다양한 장기 모멘텀을 보유하고 있다.

### 주가상승률

|          | 1개월   | 6개월  | 12개월 |
|----------|-------|------|------|
| 절대주가(%)  | 0.8   | 25.5 | 14.2 |
| 상대주가(%p) | (5.0) | 29.6 | 24.4 |

### 주가추이



### <표 8> Valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

|                     | 내용             | 비고                              |
|---------------------|----------------|---------------------------------|
| <b>1) 포털 가치</b>     | <b>1,654</b>   |                                 |
| 2019년 포털광고매출        | 512            |                                 |
| 순이익률                | 17%            |                                 |
| PER                 | 19.0           |                                 |
| <b>2) 카카오톡 가치</b>   | <b>3,566</b>   |                                 |
| 카카오플랫폼 매출           | 615            | 카카오광고, 게임, 커머스, 콘텐츠 관련 매출       |
| PSR                 | 5.8            | 텐센트 2019년 PSR 20% 할인            |
| <b>3) 멜론 가치</b>     | <b>1,571</b>   |                                 |
| 2019F 매출액           | 578            |                                 |
| 순이익률                | 17%            |                                 |
| PER                 | 16.0           |                                 |
| <b>4) 카카오게임즈 가치</b> | <b>1,186</b>   |                                 |
| 2019F 매출액           | 395            |                                 |
| 순이익률                | 20%            |                                 |
| PER                 | 15.0           |                                 |
| <b>5) 카카오페이지 가치</b> | <b>1,8269</b>  |                                 |
| 2020F GMV           | 345            |                                 |
| multiple            | 5.3            | China Literature의 평균 PSR 적용     |
| <b>6) 카카오페이</b>     | <b>1,525</b>   | 적정가치 2.5조원, 지분률 61% 기준          |
| <b>7) 카카오모빌리티</b>   | <b>1,130</b>   | 적정가치 1.6조원, 지분률 69.3% 기준        |
| <b>8) 카카오뱅크 가치</b>  | <b>884</b>     | 자본금 1.3조원, 적용 PBR 2.0배, 지분률 34% |
| 카카오 기업가치            | 13,343         |                                 |
| 적정주가                | 159,220        |                                 |
| <b>목표주가</b>         | <b>160,000</b> |                                 |

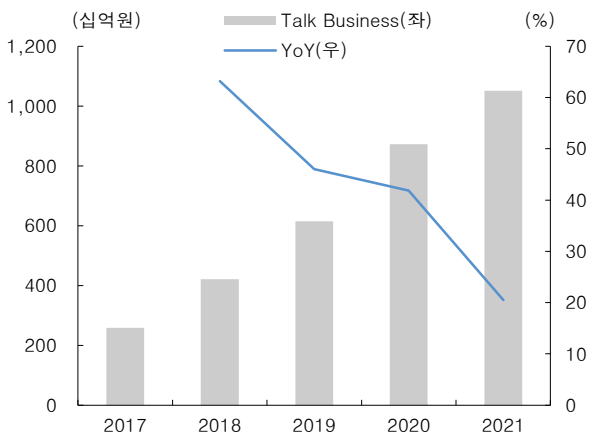
자료: 한국투자증권

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

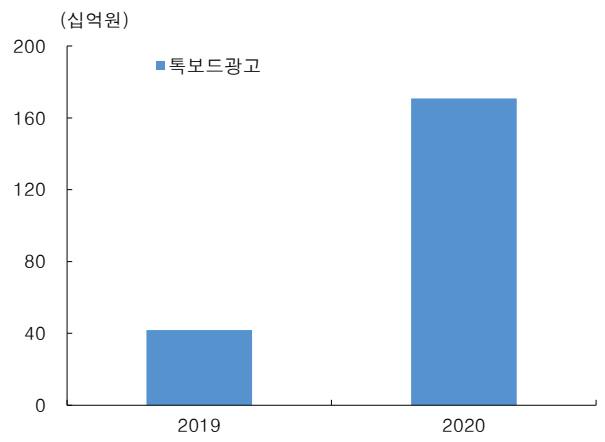
**2020년에도 이어질 특비즈니스의 고성장:** 카카오의 가장 중요한 투자포인트는 카카오 광고의 고성장이 2020에도 지속될 것이라는 점이다. 플러스친구 등 카카오 특의 기본적인 광고 또한 여전히 40% 이상의 증가율을 이어가고 있는 가운데 올해 하반기부터 OBT가 시작되는 특보드가 본격적으로 매출을 발생시킬 전망이다. 현재 광고효과 및 광고주 반응을 테스트 중인 특보드는 CTR 등 주요 지표가 타 광고 대비 높으며, 광고주들의 반응 또한 긍정적인 것으로 추정된다. 2019년 특보드매출을 418억원으로 2020년에는 1,708억원(+308.9% YoY)으로 추정한다.

[그림 54] 2020년까지 지속될 카카오 특비즈니스의 고성장



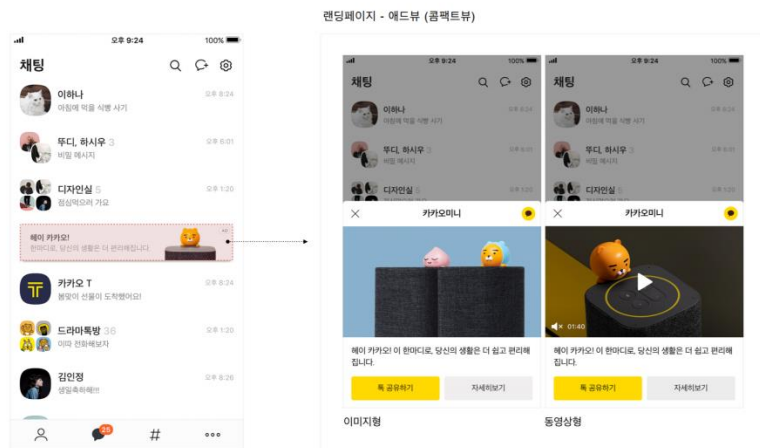
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 55] 특보드 광고 매출은 2020년 1,708억원 추정



자료: 카카오, 한국투자증권

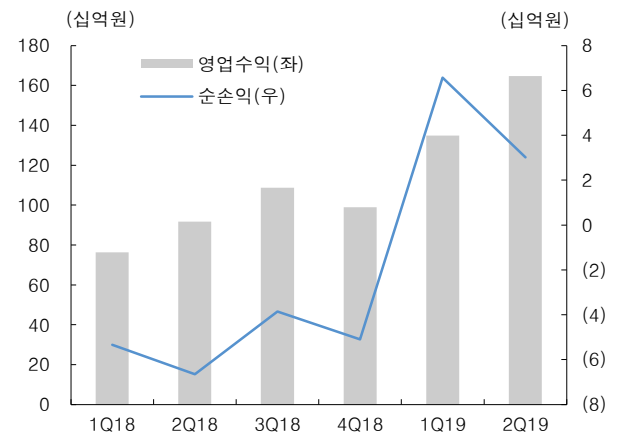
[그림 56] 광고효과 및 광고주 반응은 좋은 것으로 파악됨



자료: 카카오, 한국투자증권

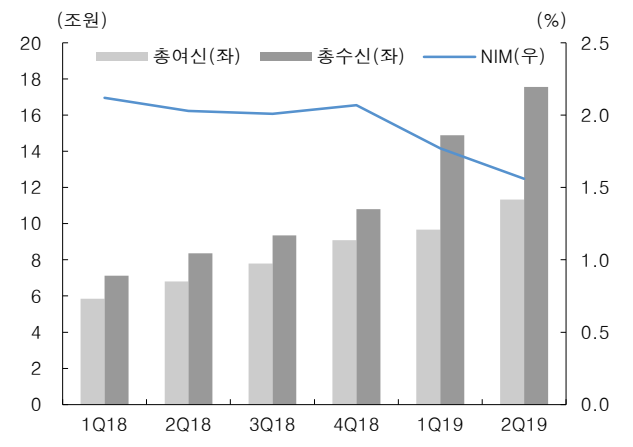
**갈수록 구체화되는 핀테크 비즈니스:** 카카오뱅크와 페이를 중심으로 하는 카카오의 핀테크 비즈니스 또한 안정적으로 사업이 성장해나가고 있다. 카카오뱅크는 상반기 96억원 흑자로 이익을 창출하기 시작했으며, 카카오가 보유한 다양한 서비스에서 창출되는 빅데이터를 기반으로 한 고유의 신용평가 시스템 개발과 함께 중금리 대출 규모를 서서히 늘려가고 있다. 카카오페이의 거래대금은 상반기 22조원(2018년 거래대금 20조원)을 기록했으며, 송금뿐만이 아니라 카카오페이의 다양한 기능을 이용하는 유저 비중이 70%까지 올라가며 자연스럽게 다양한 부문에서 유저가 늘어나는 선순환 구조에 진입했다. 카카오는 점차 카카오뱅크의 계좌개설 증대 및 카카오페이의 계좌연결을 늘려나가며 보험 및 금융상품 판매 등으로 영역을 확장시켜 나갈 예정이다.

[그림 57] 1Q19부터 순이익 흑자전환



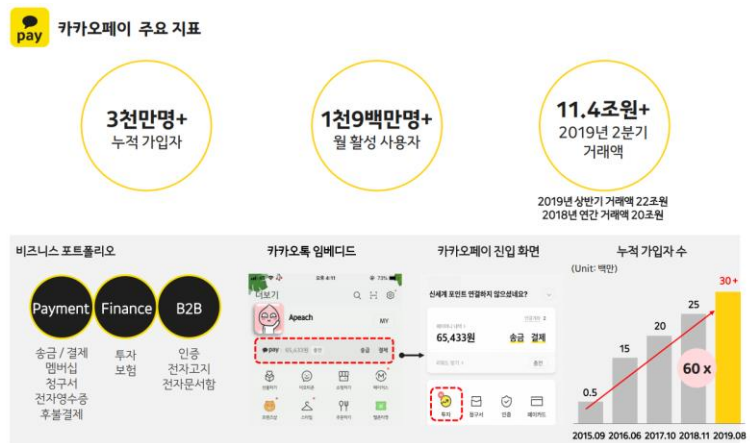
자료: 카카오뱅크, 한국투자증권

[그림 58] 2Q19 총여신규모는 11.3조원



자료: 카카오뱅크, 한국투자증권

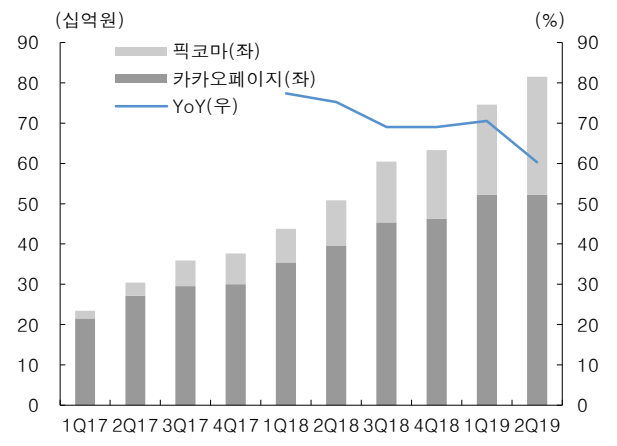
[그림 59] 카카오페이는 카카오톡을 통해 순조롭게 비즈니스 확장 중



자료: 카카오, 한국투자증권

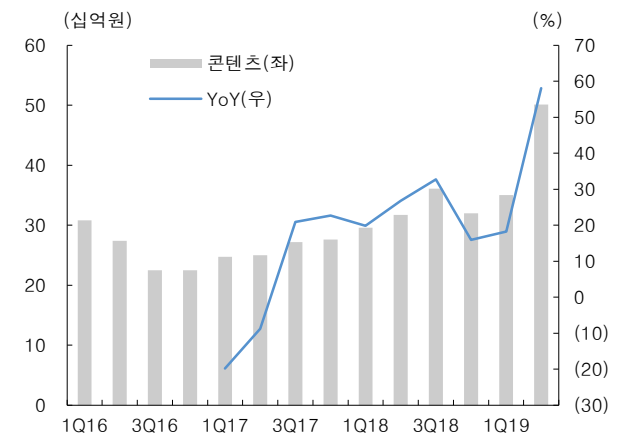
**웹툰을 중심으로 하는 콘텐츠 포트폴리오의 동반성장:** 카카오페이지의 매출이 꾸준히 성장하고 있는 가운데 웹툰의 영화화 및 드라마화가 점차 확대되고 있다. 이미 김비서가 왜 그럴까, 미생 등의 성공으로부터 카카오가 지닌 웹툰 IP들의 흥행력이 여러 차례 검증되었으며 향후에도 ‘좋아하면 울리는’, ‘어쩌다 발견한 7월’, ‘해치지 않아’ 등 여러 웹툰 기반의 IP들이 영상화가 진행될 예정이다. 이미 국내에서 550만에 가까운 독자를 보유하고 있는 카카오페이지를 중심으로 한 카카오의 콘텐츠 포트폴리오가 본격적인 사업확장 및 성장국면에 접어든다는 점 또한 중요한 투자포인트이다.

[그림 60] 여전히 고성장이 이어지는 웹툰 관련 매출



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 61] IP를 활용한 기타매출 또한 고성장 시작



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 62] 향후 영상화 예정인 카카오의 콘텐츠 라인업



자료: 카카오, 한국투자증권

〈표 9〉 실적추정

(단위: 십억원)

|             | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18       | 4Q18        | 1Q19       | 2Q19       | 3Q19F      | 4Q19F      | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        |
|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>  | <b>555</b> | <b>589</b> | <b>599</b> | <b>673</b>  | <b>706</b> | <b>733</b> | <b>777</b> | <b>839</b> | <b>1,972</b> | <b>2,417</b> | <b>3,055</b> | <b>3,720</b> |
| YoY(%)      | 25.2       | 25.7       | 16.3       | 23.6        | 27.2       | 24.5       | 29.7       | 24.6       | 34.7         | 22.5         | 26.4         | 21.8         |
| 플랫폼         | 232        | 251        | 253        | 303         | 313        | 327        | 352        | 407        | 825          | 1,039        | 1,399        | 1,827        |
| 특비즈         | 89         | 98         | 107        | 128         | 127        | 139        | 163        | 186        | 258          | 421          | 615          | 872          |
| 포털비즈        | 122        | 128        | 116        | 130         | 126        | 137        | 117        | 132        | 503          | 495          | 512          | 522          |
| 신사업         | 22         | 25         | 30         | 45          | 60         | 51         | 73         | 89         | 64           | 123          | 272          | 433          |
| 콘텐츠         | 323        | 338        | 346        | 370         | 393        | 406        | 425        | 432        | 1,148        | 1,378        | 1,656        | 1,893        |
| 게임          | 106        | 112        | 99         | 100         | 94         | 98         | 101        | 101        | 342          | 417          | 395          | 406          |
| 음악          | 126        | 130        | 136        | 140         | 137        | 145        | 147        | 149        | 479          | 533          | 578          | 619          |
| 유료콘텐츠       | 44         | 51         | 60         | 63          | 75         | 82         | 94         | 94         | 127          | 218          | 344          | 473          |
| IP/기타       | 48         | 45         | 50         | 67          | 87         | 82         | 83         | 87         | 200          | 209          | 340          | 396          |
| <b>영업비용</b> | <b>545</b> | <b>561</b> | <b>569</b> | <b>669</b>  | <b>679</b> | <b>693</b> | <b>728</b> | <b>779</b> | <b>1,807</b> | <b>2,344</b> | <b>2,878</b> | <b>3,349</b> |
| YoY(%)      | 34.4       | 32.5       | 21.5       | 31.3        | 24.5       | 23.4       | 28.0       | 16.5       | 34.1         | 29.7         | 22.8         | 16.4         |
| 인건비         | 127        | 126        | 130        | 158         | 160        | 159        | 163        | 172        | 420          | 542          | 655          | 733          |
| 매출연동비       | 251        | 261        | 261        | 307         | 331        | 342        | 363        | 394        | 844          | 1,079        | 1,429        | 1,748        |
| 마케팅비        | 48         | 46         | 37         | 56          | 33         | 40         | 42         | 50         | 118          | 187          | 166          | 186          |
| 기타          | 119        | 129        | 140        | 148         | 155        | 152        | 160        | 162        | 425          | 535          | 628          | 681          |
| <b>영업이익</b> | <b>10</b>  | <b>28</b>  | <b>31</b>  | <b>4</b>    | <b>28</b>  | <b>40</b>  | <b>50</b>  | <b>60</b>  | <b>165</b>   | <b>73</b>    | <b>177</b>   | <b>371</b>   |
| YoY(%)      | (72.9)     | (38.2)     | (35.3)     | (87.7)      | 165.9      | 46.6       | 62.1       | 1,286.3    | 42.4         | (55.9)       | 143.1        | 109.4        |
| 영업이익률(%)    | 1.9        | 4.7        | 5.1        | 0.6         | 3.9        | 5.5        | 6.4        | 7.1        | 8.4          | 3.0          | 5.8          | 10.0         |
| <b>세전이익</b> | <b>37</b>  | <b>57</b>  | <b>48</b>  | <b>(12)</b> | <b>41</b>  | <b>54</b>  | <b>66</b>  | <b>75</b>  | <b>153</b>   | <b>131</b>   | <b>235</b>   | <b>441</b>   |
| YoY(%)      | 103.8      | 58.3       | (23.5)     | 적전          | 9.0        | (6.1)      | 37.7       | 흑전         | 52.8         | (14.8)       | 80.2         | 87.3         |
| <b>순이익</b>  | <b>15</b>  | <b>22</b>  | <b>7</b>   | <b>(29)</b> | <b>18</b>  | <b>31</b>  | <b>52</b>  | <b>58</b>  | <b>125</b>   | <b>16</b>    | <b>159</b>   | <b>344</b>   |
| YoY(%)      | (73.1)     | 79.9       | (81.5)     | 적전          | 19.9       | 37.8       | 601.8      | 흑전         | 91.1         | (87.3)       | 899.6        | 116.6        |

자료: 카카오, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

카카오는 2014년 10월 코스닥에 상장되어 현재 국내 2위 검색 포털 ‘다음’ 및 국내에서 가장 많은 사용자를 보유하고 있는 메신저 ‘카카오톡’을 서비스 중. 그 외 카카오뱅크, 카카오페이지, 카카오모빌리티 등 다양한 콘텐츠 및 O2O와 핀테크 서비스를 보유. 카카오의 매출은 광고 및 모바일게임, 콘텐츠 등으로 구성되어 있으며, 그 중 광고와 게임의 매출비중이 높음.

### 재무상태표

(단위: 십억원)

|            | 2017A | 2018A | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산       | 1,993 | 2,859 | 3,614  | 4,400  | 5,112  |
| 현금성자산      | 1,117 | 1,247 | 1,576  | 1,919  | 2,230  |
| 매출채권및기타채권  | 179   | 194   | 245    | 298    | 346    |
| 재고자산       | 22    | 36    | 45     | 55     | 64     |
| 비유동자산      | 4,356 | 5,101 | 6,409  | 7,769  | 9,004  |
| 투자자산       | 373   | 848   | 1,073  | 1,306  | 1,517  |
| 유형자산       | 271   | 315   | 359    | 402    | 446    |
| 무형자산       | 3,690 | 3,865 | 4,886  | 5,949  | 6,912  |
| 자산총계       | 6,349 | 7,960 | 10,023 | 12,169 | 14,116 |
| 유동부채       | 1,041 | 2,039 | 3,923  | 5,662  | 7,077  |
| 매입채무및기타채무  | 425   | 767   | 969    | 1,180  | 1,371  |
| 단기차입금및단기사채 | 0     | 498   | 996    | 1,494  | 1,992  |
| 유동성장기부채    | 170   | 110   | 50     | 0      | 0      |
| 비유동부채      | 846   | 293   | 324    | 397    | 464    |
| 사채         | 621   | 40    | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금및금융부채 | 0     | 5     | 10     | 15     | 21     |
| 부채총계       | 1,887 | 2,332 | 4,247  | 6,059  | 7,541  |
| 지배주주지분     | 4,029 | 5,137 | 5,444  | 6,122  | 7,063  |
| 자본금        | 34    | 42    | 42     | 42     | 42     |
| 자본잉여금      | 3,604 | 4,648 | 4,648  | 4,648  | 4,648  |
| 기타자본       | (6)   | 1     | 1      | 1      | 1      |
| 이익잉여금      | 403   | 453   | 761    | 1,439  | 2,380  |
| 비지배주주지분    | 434   | 490   | 331    | (12)   | (488)  |
| 자본총계       | 4,463 | 5,627 | 5,776  | 6,110  | 6,575  |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2017A | 2018A   | 2019F   | 2020F   | 2021F   |
|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름  | 372   | 491     | 1,498   | 1,361   | 1,021   |
| 당기순이익     | 125   | 16      | 159     | 344     | 475     |
| 유형자산감가상각비 | 61    | 68      | 79      | 91      | 102     |
| 무형자산상각비   | 69    | 67      | 87      | 106     | 123     |
| 자산부채변동    | 48    | 329     | 1,355   | 1,197   | 831     |
| 기타        | 69    | 11      | (182)   | (377)   | (510)   |
| 투자활동현금흐름  | (355) | (1,261) | (1,729) | (1,814) | (1,687) |
| 유형자산투자    | (75)  | (97)    | (135)   | (146)   | (158)   |
| 유형자산매각    | 3     | 12      | 12      | 12      | 12      |
| 투자자산순증    | (264) | (987)   | (188)   | (187)   | (163)   |
| 무형자산순증    | (28)  | (45)    | (1,108) | (1,169) | (1,086) |
| 기타        | 9     | (144)   | (310)   | (324)   | (292)   |
| 재무활동현금흐름  | 468   | 891     | 561     | 795     | 977     |
| 자본의증가     | 689   | 1,267   | 0       | 0       | 0       |
| 차입금의순증    | (202) | (136)   | 412     | 462     | 512     |
| 배당금지급     | (16)  | (12)    | (10)    | (10)    | (10)    |
| 기타        | (3)   | (228)   | 159     | 343     | 475     |
| 기타현금흐름    | (10)  | 9       | 0       | 0       | 0       |
| 현금의증가     | 475   | 130     | 329     | 343     | 310     |

주: K-IFRS (연결) 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)

|            | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 1,972 | 2,417 | 3,055 | 3,720 | 4,322 |
| 매출원가       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익      | 1,972 | 2,417 | 3,055 | 3,720 | 4,322 |
| 판매관리비      | 1,807 | 2,344 | 2,878 | 3,349 | 3,794 |
| 영업이익       | 165   | 73    | 177   | 371   | 528   |
| 금융수익       | 79    | 112   | 73    | 52    | 45    |
| 이자수익       | 15    | 42    | 37    | 37    | 37    |
| 금융비용       | 46    | 50    | 42    | 31    | 22    |
| 이자비용       | 11    | 9     | 5     | 7     | 7     |
| 기타영업외손익    | (54)  | (11)  | (9)   | 2     | 10    |
| 관계기업관련손익   | 9     | 7     | 36    | 46    | 48    |
| 세전계속사업이익   | 153   | 131   | 235   | 441   | 610   |
| 법인세비용      | 28    | 115   | 77    | 97    | 134   |
| 연결당기순이익    | 125   | 16    | 159   | 344   | 475   |
| 지배주주지분순이익  | 109   | 48    | 318   | 688   | 951   |
| 기타포괄이익     | (6)   | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익      | 119   | 24    | 159   | 344   | 475   |
| 지배주주지분포괄이익 | 103   | 59    | 318   | 688   | 951   |
| EBITDA     | 295   | 208   | 344   | 568   | 754   |

### 주요투자지표

|               | 2017A  | 2018A   | 2019F   | 2020F   | 2021F   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)       |        |         |         |         |         |
| EPS           | 1,602  | 623     | 4,003   | 8,646   | 11,951  |
| BPS           | 59,344 | 61,614  | 64,979  | 73,067  | 84,294  |
| DPS           | 148    | 127     | 127     | 127     | 127     |
| 성장성(% YoY)    |        |         |         |         |         |
| 매출증가율         | 34.7   | 22.5    | 26.4    | 21.8    | 16.2    |
| 영업이익증가율       | 42.4   | (55.9)  | 143.1   | 109.4   | 42.3    |
| 순이익증가율        | 88.3   | (55.9)  | 563.3   | 116.6   | 38.2    |
| EPS증가율        | 83.3   | (61.1)  | 542.6   | 116.0   | 38.2    |
| EBITDA증가율     | 28.4   | (29.5)  | 65.2    | 65.3    | 32.7    |
| 수익성(%)        |        |         |         |         |         |
| 영업이익률         | 8.4    | 3.0     | 5.8     | 10.0    | 12.2    |
| 순이익률          | 5.5    | 2.0     | 10.4    | 18.5    | 22.0    |
| EBITDA Margin | 15.0   | 8.6     | 11.2    | 15.3    | 17.4    |
| ROA           | 2.1    | 0.2     | 1.8     | 3.1     | 3.6     |
| ROE           | 2.9    | 1.0     | 6.0     | 11.9    | 14.4    |
| 배당수익률         | 0.1    | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 배당성향          | 9.3    | 21.0    | 3.2     | 1.5     | 1.1     |
| 안정성           |        |         |         |         |         |
| 순차입금(십억원)     | (902)  | (1,737) | (1,961) | (2,161) | (2,249) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 17.9   | 11.9    | 18.7    | 25.2    | 31.2    |
| Valuation(X)  |        |         |         |         |         |
| PER           | 85.5   | 165.3   | 33.2    | 15.4    | 11.1    |
| PBR           | 2.3    | 1.7     | 2.0     | 1.8     | 1.6     |
| EV/EBITDA     | 29.9   | 35.3    | 27.7    | 15.8    | 11.2    |

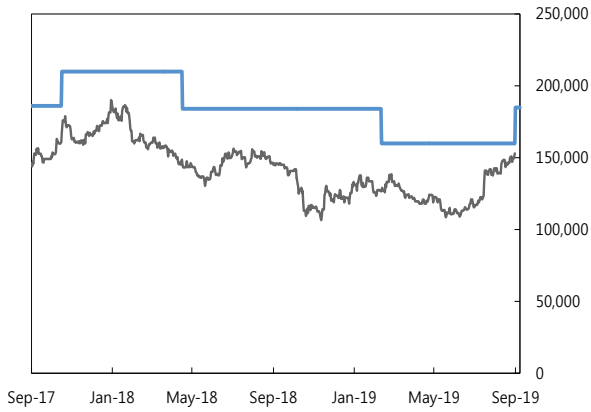


## 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)      | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 과리율     |              | 종목(코드번호)    | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 과리율     |              |
|---------------|------------|------|----------|---------|--------------|-------------|------------|------|----------|---------|--------------|
|               |            |      |          | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |             |            |      |          | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| NAVER(035420) | 2017.09.06 | 매수   | 186,000원 | -17.9   | -12.4        | 카카오(035720) | 2016.11.22 | 중립   | -        | -       | -            |
|               | 2017.10.26 | 매수   | 210,000원 | -21.0   | -9.5         |             | 2017.11.22 | 1년경과 | -        | -       | -            |
|               | 2018.04.26 | 매수   | 184,000원 | -26.0   | -15.0        |             | 2018.11.22 | 1년경과 | -        | -       | -            |
|               | 2019.02.20 | 매수   | 160,000원 | -21.4   | -4.4         |             | 2019.09.11 | 매수   | 160,000원 | -       | -            |
|               | 2019.09.11 | 매수   | 185,000원 | -       | -            |             |            |      |          |         |              |

NAVER(035420)

카카오(035720)



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 9월 11일 현재 NAVER, 카카오 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 NAVER, 카카오 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

| 매수    | 중립    | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 82.5% | 17.5% | 0%       |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.