In-Depth

22 Jul. 2019

인터넷 (Neutral)

익숙한 탭, 웹툰의 재발견



인터넷/게임/미디어 이민아

mina.lee@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
NAVER	HOLD	12만원	
카카오	BUY	17만원	•
디앤씨미디어	NR	–	
China Literature	NR	–	

Issue

웹툰/웹소설 시장의 성장 잠재력과 국내외 업체 동향 분석

Pitch

- 인터넷 업종 Top-pick 카카오 의견 유지. 페이/뱅크, 광고, 커머스 등 전 사업부 성과 개선이 이어지고 있으며 2020년을 목표로 카카오페이지 상장도 준비 중. 차이나 리터러처와의 비교를 통해 산출한 카카오페이지 적정 가치는 1.6조원. 이를 반영하여 카카오 목표주가를 17만원으로 상향

- 관심 종목으로 디앤씨미디어(263720)와 차이나 리터러처(772 HK) 제시. 디앤씨미디어는 카카오페이지 성장에 따른 수혜 예상. 차이나 리터러처는 IP 사업 확대와 광고 사업으로 수익 모델 확장이 기대됨

Rationale

- 2018년 국내 디지털 만화/웹툰 시장은 2,228억원(YoY 35%) 규모로 성장. 향후에도 디지털 침투율 높아지며 성장 지속 전망. 국내 디지털 만화/웹툰 시장 트래픽 1위는 네이버 웹툰이 차지하고 있으나 해외 지역 마케팅비 확대로 네이버웹툰주식회사의 영업이익은 적자 기록 중

- 카카오페이지는 웹소설 매출 1위 사업자. 국내 웹소설과 전자책 시장은 3,914억원(YoY 15%) 규모를 형성하고 있으며 디지털 침투율은 아직 8%에 불과해 향후 성장 여력 풍부

- 카카오페이지는 '기다리면 무료' 시스템 도입으로 유료 콘텐츠 수익화에 성공. 시장 성장과 함께 카카오페이지의 거래액 성장 지속 전망. 플랫폼 협상력 강화에 따라 수익 배분율 높아지며 수익성도 개선 기대

- 일본 만화 시장은 한국의 13배 규모. 일본 만화 유저들은 유료 콘텐츠 결제 경험이 많아 디지털 만화/웹툰 플랫폼 시장 성장 잠재력도 풍부. 현재 디지털 만화/웹툰 시장 점유율 1위는 라인 망가, 2위는 픽코마(카카오 재팬)가 차지하고 있음

- 2018년은 차이나 리터러처의 매출 성장률은 둔화되던 한편 수익성은 크게 개선되던 시기였음. 2019~2020년 카카오페이지의 사업 환경과 유사성이 높다고 판단, 차이나 리터러처의 2018년 PSR과 PER을 카카오페이지의 2020년 타겟 멀티플로 산정. 이를 통해 산출한 카카오페이지의 적정 가치는 1.6조원. 상장을 앞두고 기업 가치 확대 기대감 카카오 주가에 반영될 전망

ktb 투자증권

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Charts

09 II. 투자 전략

11 III. 웹툰의 종주국 한국, 네이버와 카카오가 시장 양분
- III-1. 디지털 침투율은 세계 최고 수준
- III-2. 네이버 웹툰의 트래픽이 압도적
- III-3. 블루오션은 웹소설 시장
- III-4. '기다무(기다리면 무료)' 비즈니스 모델의 성공적인 안착
- III-5. 네이버 역시 뒤늦게 수익화 시작
- III-6. 카카오페이지, 직접 제작 및 IP 활용 영역으로 사업 확대 중

22 IV. 세계 최대 만화 시장 일본, 성장 잠재력 풍부
- IV-1. 일본의 만화 유저들은 ready to pay
- IV-2. 일본의 만화 앱 시장, 한국 업체들이 선점

28 V. 가능성이 엿보이는 미국과 동남아 시장
- V-1. 미국 웹툰 시장은 니치 마켓
- V-2. 동남아, 라인 웹툰이 1위 사업자

32 VI. 얼마나 가치를 평가할 수 있을까?
- VI-1. Peer는 중국의 차이나 리터러처(China Literature)
- VI-2. 카카오페이지, 상장 절차 돌입
- VI-3. 네이버 웹툰, 본격적인 이익 창출 시 기업 가치 확대 전망
- VI-4. 라인 망가와 픽코마, 거래액 증가 추세 지속 전망

47 VII. 종목별 투자의견

48 NAVER(035420)

54 카카오(035720) _*Top Pick*

62 디앤씨미디어(263720)

66 China Literature(772 HK) _ *해외기업 분석*

I. Summary & Focus Charts

네이버 웹툰, 다음 웹툰 등 포털 사이트의 한 탭으로 익숙한 웹툰 서비스는 킬링 타임용 콘텐츠로 이용되어 왔을뿐 수익 창출과는 거리가 먼 것으로 여겨져왔다. 실제 네이버 웹툰에 게재된 대부분의 콘텐츠는 무료로 배포되었고, 네이버 역시 작가들에게 '포털 트래픽 확대에 대한 대가'의 의미로 원고료를 지급해 왔다.

그러나 2014년 10월, 카카오페이지가 '기다리면 무료' 시스템을 선보이며 유료 콘텐츠 수익화에 대한 새로운 가능성을 제시한 후 업계의 판도가 달라지기 시작했다. 기다리면 무료는 이용자가 각자 작품을 본 시점부터 일정 시간이 지나면 1회차를 무료로 감상할 수 있게 만든 서비스 모델이다. 이 비즈니스 모델의 성공 방정식은 다음과 같다. 1) 무료를 표방한 콘텐츠로 유저를 유입시킨다. 2) 특히 양질의 콘텐츠에 '기다리면 무료' 딱지를 붙인다. 다음 회차를 궁금하게 만들고, 다음 줄거리가 궁금해 못 참는 이용자를 겨냥해 지갑을 열게 만든다. 결국 무료인 것 같은 '기다리면 무료' 서비스 모델은 유저 수 확보와 결제율 증대가 모두 가능한 비즈니스 모델로 기능한다.

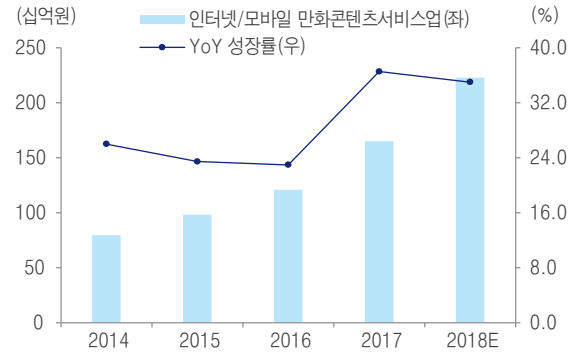
2014년 130억원에 불과했던 카카오페이지의 거래액은 '기다리면 무료' 서비스 도입 이후 2018년 무려 17배 수준인 2,190억원으로 증가했다. 네이버 역시 자사 시리즈(SERIES) 앱에 '너에게만 무료' 시스템을 도입하고 본격적인 수익화를 시작했고, 각 사의 일본 서비스인 라인 망가와 픽코마 역시 '23시간 기다리면 무료', '기다리면 0엔' 시스템을 마케팅 포인트로 내세우며 수익화를 진행하고 있다.

카카오페이지는 2020년을 목표로 상장 준비에 돌입했다. 당사는 카카오페이지 적정 가치 산출을 위해 비즈니스 구조가 유사한 중국의 차이나 리터러처(China Literature)를 비교 상대로 채택했다. 차이나 리터러처의 수익성이 본격적으로 개선되던 시기(2018년)의 PSR과 PER을 차용, 카카오페이지의 2020년 Target PSR과 PER을 각각 5.7배, 31.6배로 적용할 경우 카카오페이지의 적정 가치는 1.2~2.0조원으로 평가된다. 이에 두 밸류에이션의 평균 값을 적용, **카카오페이지의 적정 가치를 1.6조원으로 추정하여 카카오 SoTP 밸류에이션에 반영하였다. 카카오페이지 적정 가치 상향으로 카카오의 목표주가 역시 17만원으로 소폭 상향했다.**

네이버 웹툰의 중장기 성장도 기대된다. 네이버 웹툰은 트래픽 기준 국내 1위 사업자이며, 해외 다수의 국가들에서도 디지털 만화 앱 매출 1위를 차지하고 있다. 다만 네이버 웹툰의 영업이익은 해외 지역 마케팅비 증가로 아직은 적자이며, 18년 하반기부터 주요 지역 수익화를 본격적으로 시작해 중장기적으로는 점차 개선될 것으로 전망한다.

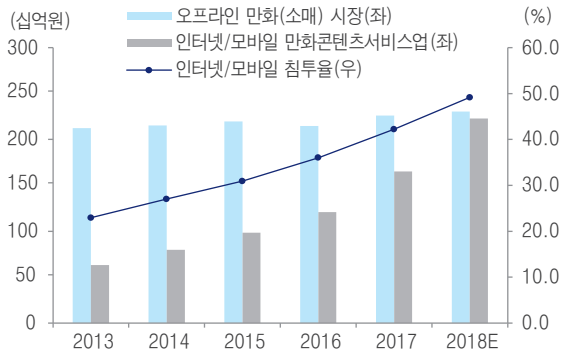
관심 종목으로 카카오페이지의 웹툰/웹소설 CP사인 디앤씨미디어(263720)와 중국 웹소설 플랫폼 1위 업체 차이나 리터러처(772 HK)를 제시한다. 디앤씨미디어는 카카오페이지의 성장과 국내외 웹툰/웹소설 시장 확대에 따른 수혜가 예상된다. 차이나 리터러처는 매출 성장 둔화와 유료 결제자 비율 감소로 주가 하락세를 겪었으나, IP 부문 사업 확대와 광고 수익 모델 탑재를 통한 실적 개선이 시장의 우려를 해소할 것으로 기대한다.

Focus Chart 01 인터넷/모바일 만화 콘텐츠 서비스업 규모 추이



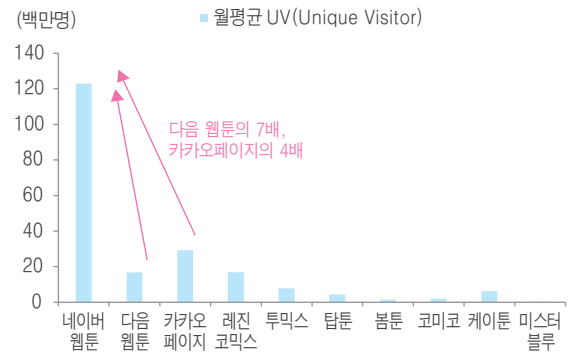
Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Focus Chart 02 만화(소매) 시장 내 인터넷/모바일 침투율 추이



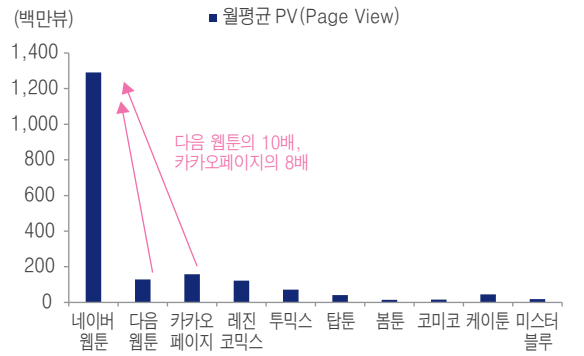
Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Focus Chart 03 플랫폼별 월평균 UV(Unique Visitor) 현황(2017)



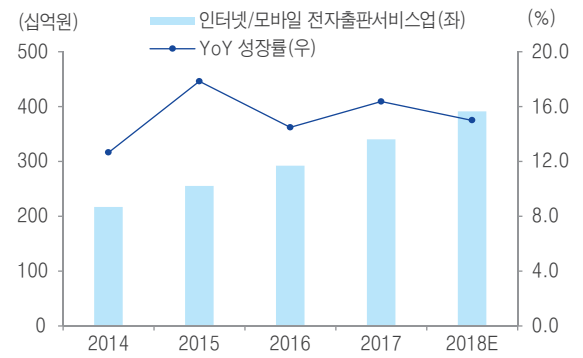
Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

Focus Chart 04 플랫폼별 월평균 PV(Page View) 현황(2017)



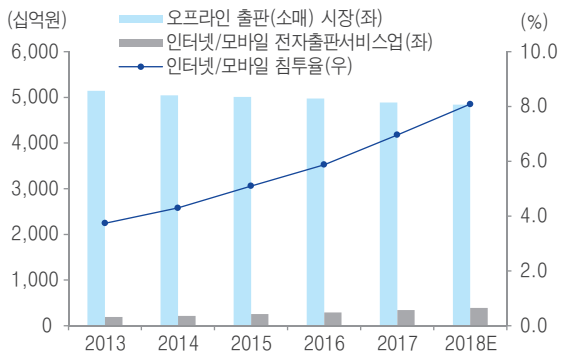
Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

Focus Chart 05 인터넷/모바일 전자 출판 서비스업 규모 추이



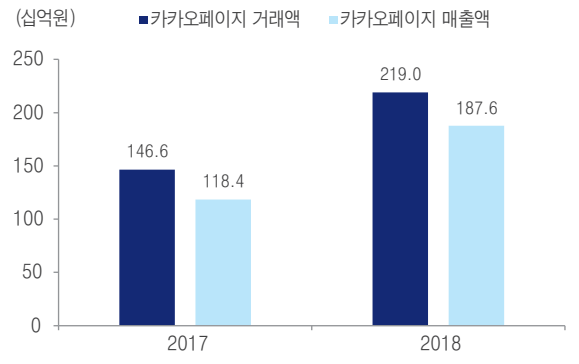
Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권
Note: 전자책과 웹소설 포함

Focus Chart 06 출판(소매) 시장 내 인터넷/모바일 침투율 추이



Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권
Note: 전자책과 웹소설 포함

Focus Chart 07 카카오페이지 거래액과 매출액 차이



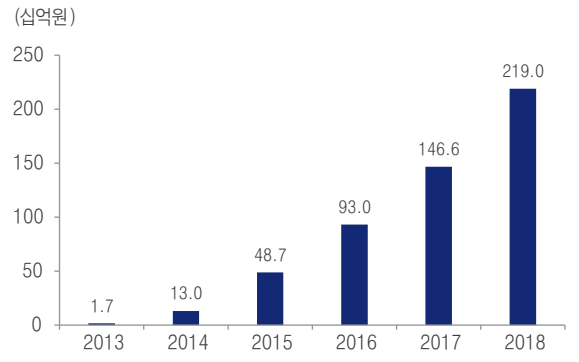
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Focus Chart 08 카카오페이지의 '기다리면 무료' 서비스



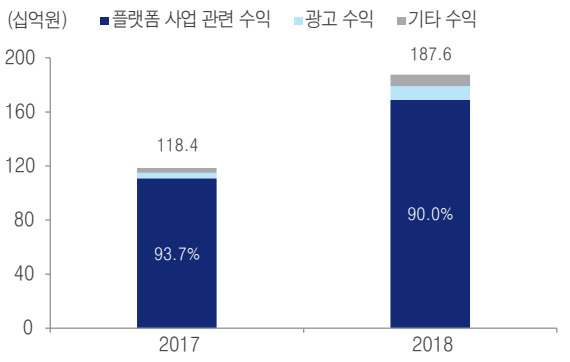
Source: 카카오페이지, KTB투자증권
Note: '기다리면 무료' 도입 시기는 2014년 10월

Focus Chart 09 카카오페이지 연간 거래액 추이



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Focus Chart 10 카카오페이지 부문별 매출액 추이



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Focus Chart 11 네이버, 시리즈 앱에 '너에게만 무료' 서비스 도입



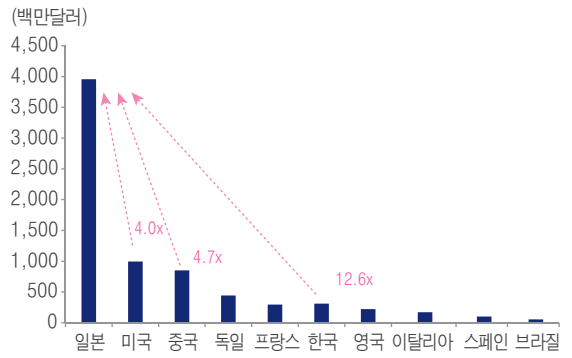
Source: NAVER, KTB투자증권

Focus Chart 12 네이버 콘텐츠 플랫폼 분기 매출액 추이



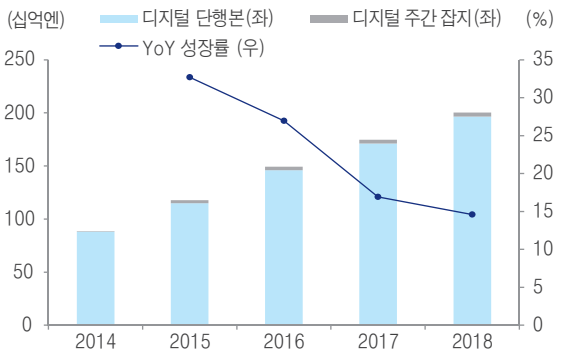
Source: NAVER, KTB투자증권
Note: 웹툰/웹소설, 뮤직, V LIVE 매출 포함

Focus Chart 13 글로벌 Top 10 만화 시장 규모(2018)



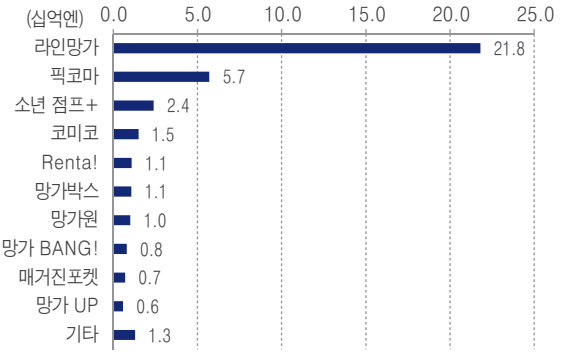
Source: ICv2(2018), 일본출판협회, SNE, PwC, KTB투자증권

Focus Chart 14 일본 디지털 만화 시장 규모 추이



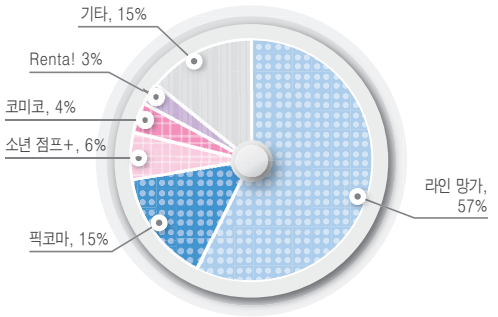
Source: 일본출판협회, KTB투자증권

Focus Chart 15 일본 모바일 만화 앱 매출액 규모(2018)



Source: 모바일인덱스(JP) 추정, KTB투자증권

Focus Chart 16 점유율은 라인 망가 57%, 픽코마 15% 수준



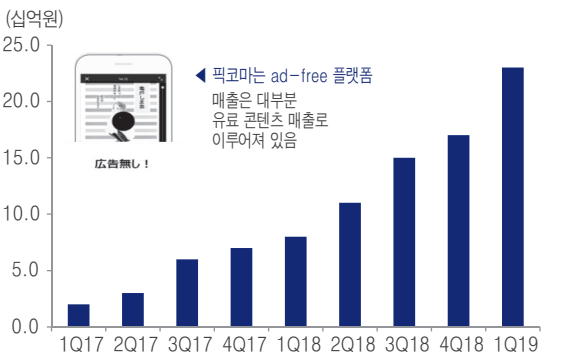
Source: 모바일인덱스(JP) 추정, KTB투자증권

Focus Chart 17 라인 망가 분기 거래액 추이



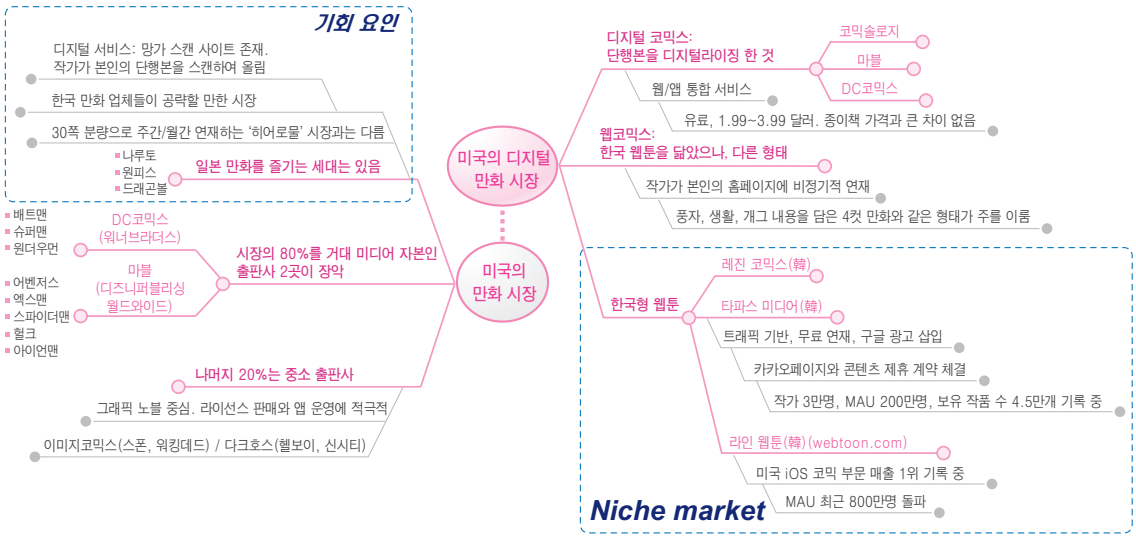
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Focus Chart 18 픽코마 분기 매출액 추이



Source: 카카오, KTB투자증권

Focus Chart 19 미국 만화 시장 한눈에 보기



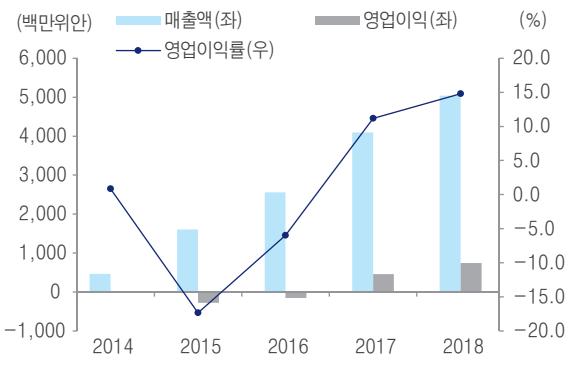
Source: Bloter.net, KTB투자증권

Focus Chart 20 미국 만화/웹툰 서비스 현황

구분	서비스	내용
국내 업체	라인 웹툰(WEBTOON)	미국 1위 웹툰 플랫폼. 북미 지역 MAU 800만 보유 중
	태피툰(Tappytoon Comics & Webtoons)	국내 우수 웹툰 번역 서비스 진행 중
	타파스(Tapas)	미국 최초 웹툰 업체. 초기 다음 웹툰과 지속적인 협업, 현재는 카카오페이지와 콘텐츠 제휴 협약 체결
	레진코믹스(Lezhin Comics)	15년 12월 북미 서비스 시작. 18년 미국 지역 매출 105억원 기록
미국 업체	DC코믹스(DC Comics)	타임워너사의 서비스. 슈퍼맨, 배트맨 등의 Justice League, 종이책과 동일한 디지털 만화 판매. 영화로 확장 진행 중
	마블코믹스(Marvel Comics)	아이언맨, 토르, 헐크, 캡틴 아메리카 등의 Marvel Universe, 종이책과 동일한 디지털 만화 판매. 영화로 성공적인 확장
	이미지코믹스(Image Comics)	마블 출신의 작가 7명이 92년 창업한 출판사. 워킹데드로 유명. 종이책과 디지털 만화 동시 취급
	코믹솔로지(Comixology)	마블, DC, 이미지코믹스, IDW 등의 출판사 만화 디지털 서비스. 14년 아마존에 인수됨

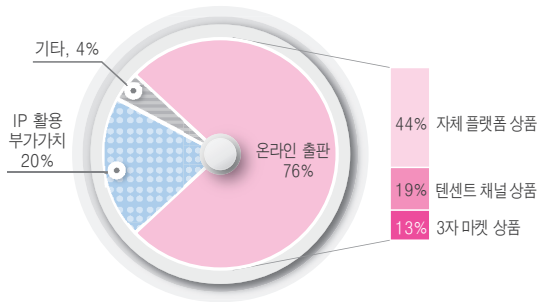
Source: 각 사, KTB투자증권

Focus Chart 21 차이나 리터러처 연간 실적 추이



Source: China Literature, KTB투자증권

Focus Chart 22 차이나 리터러처 매출 구성(2018)



Source: China Literature, KTB투자증권

Focus Chart 23 차이나 리터러처 손익계산서 (단위: 백만위안)

	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	466.2	1,606.6	2,556.9	4,095.1	5,038.2
온라인 출판	453.0	970.9	1,974.1	3,490.0	3,827.9
자체 플랫폼	316.6	590.8	1,057.6	1,943.0	2,213.1
텐센트 채널	125.4	198.0	666.4	1,081.9	951.8
3자 마켓	11.0	182.1	250.0	465.1	663.1
IP 활용 부가가치	12.2	162.7	247.4	385.6	1,003.0
오프라인 서적 출판		228.5	224.0		
기타	1.1	244.4	111.4	219.4	207.3
YoY Growth rate					
매출액		244.6%	59.1%	60.2%	23.0%
온라인 출판		114.3%	103.3%	76.8%	9.7%
자체 플랫폼		86.6%	79.0%	83.7%	13.9%
텐센트 채널		57.9%	236.7%	62.3%	-12.0%
3자 마켓		1561.9%	37.2%	86.0%	42.6%
IP 활용 부가가치		1239.5%	52.0%	55.9%	160.1%
오프라인 서적 출판			-2.0%		
기타		22,959.4%	-54.4%	97.0%	-5.5%
영업비용	198.3	906.6	1,256.7	1,650.9	1,857.7
일반판매관리비	198.1	895.2	1,155.4	1,649.4	2,019.6
% of sales	42.5%	55.7%	45.2%	40.3%	40.1%
마케팅비	127.2	539.6	734.2	965.1	1,293.1
YoY		324.2%	36.1%	31.5%	34.0%
일반관리비	70.9	355.5	421.3	684.3	726.5
% of sales	15.2%	22.1%	16.5%	16.7%	14.4%
기타영업비용	0.2	11.4	101.3	1.6	-161.9
% of sales	0.0%	0.7%	4.0%	0.0%	-3.2%
영업이익	3.9	-278.7	-153.6	457.1	745.1
영업이익률	0.8%	-17.3%	-6.0%	11.2%	14.8%
순이익	-21.1	-347.6	36.7	556.1	910.6
순이익률	-4.5%	-21.6%	1.4%	13.6%	18.1%

Source: China Literature, KTB투자증권

Focus Chart 24 카카오페이지 손익 추정 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E
매출액	118.4	187.6	259.7	347.6
플랫폼 사업 관련 수익	110.9	168.9	235.7	317.2
광고 수익	4.0	10.1	13.6	18.0
기타 수익	3.5	8.6	10.3	12.4
YoY Growth rate				
매출액		58.4%	38.4%	33.9%
플랫폼 사업 관련 수익		52.3%	39.6%	34.6%
광고 수익		152.8%	35.0%	32.0%
기타 수익		144.1%	20.0%	20.0%
영업비용	115.1	174.9	231.7	300.4
인건비	9.3	14.2	17.1	20.5
YoY		53.4%	20.0%	20.0%
컨텐츠사용료	60.1	91.2	126.2	168.9
% of sales	50.8%	48.6%	48.6%	48.6%
위탁판매수수료	19.4	25.6	35.5	47.5
% of sales	16.4%	13.7%	13.7%	13.7%
지급수수료	2.4	6.4	8.8	11.8
% of sales	2.0%	3.4%	3.4%	3.4%
광고선전비 및 판매촉진비	17.9	27.0	31.1	35.8
YoY		51.2%	15.0%	15.0%
감가상각비	0.3	0.7	0.8	0.9
YoY		103.5%	15.0%	15.0%
무형자산상각비	3.7	5.8	6.9	8.3
YoY		56.9%	20.0%	20.0%
기타	2.0	4.0	5.3	6.7
% of sales	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%
영업이익	3.3	12.7	28.0	47.2
영업이익률	2.8%	6.7%	10.8%	13.6%
당기순이익	3.4	-4.2	23.6	39.0
순이익률	2.8%	-2.2%	9.1%	11.2%

Source: 카카오페이지, KTB투자증권

II. 투자 전략

카카오 Top-pick 의견 유지, 관심 종목으로 디앤씨미디어와 차이나 리터러처 제시

1) 인터넷 업종 Top-pick 카카오 의견 유지

인터넷 업종 Top-pick으로 카카오(BUY/17만원/상향) 의견을 유지하며, 카카오페이지 적정 가치를 새롭게 반영해 목표주가를 17만원으로 상향하여 제시한다. 2020년 상장을 앞두고 있는 카카오페이지는 검증된 수익 모델 '기다리면 무료'를 기반으로 거래액 성장이 이어지고 있으며, 수익 배분 협상력 향상으로 이익률 또한 개선될 것으로 전망한다. 차이나 리터러처의 2018년 영업 상황과 카카오페이지의 2019~2020년 전망이 유사하다고 판단하였고, 이에 차이나 리터러처의 2018년 PSR와 PER을 카카오페이지의 2020년 매출액과 당기순이익에 적용하여 그 평균 값을 적정 가치로 산정하였다. **2020년 기준 카카오페이지의 적정 가치는 1.6조원으로 판단한다.**

네이버(HOLD/12만원/유지)의 웹툰 사업 가치도 장기적으로 확대될 것으로 전망한다. 네이버웹툰주식회사의 2018년 영업이익은 -541억원으로 아직까지 대규모 적자를 기록 중이나, 해외 대부분의 지역에서 만화 앱 매출 1위를 달성하고 있어 투자 성과는 점차 가시화 되고 있다는 판단이다. 2018년 9월 국내 '시리즈' 앱에 '너에게만 무료' 시스템을 탑재하였고, 해외 주요 지역의 라인 웹툰(서비스명) 에도 2018년 하반기부터 본격적인 비즈니스 모델이 도입된 점을 고려하면 향후 이익 창출의 잠재력은 높다고 판단한다. 다만 네이버의 주가 상승을 위해서는 자회사 라인의 투자 성과와 적자 폭 축소 확인이 필요한 상황이다.

2) 관심 종목으로 디앤씨미디어와 차이나 리터러처 제시

디앤씨미디어(263720)와 차이나 리터러처(772 HK)를 관심 종목으로 제시한다. 디앤씨미디어는 카카오페이지 내 점유율 1위의 CP(Contents Provider) 업체로 카카오페이지의 성장과 국내외 웹툰/웹소설 시장 확대에 따른 수혜가 예상된다.

차이나 리터러처는 New Classics Media 인수로 향후 IP 부문 사업 확대가 예상되고 자체 플랫폼 내 광고 수익 모델 탑재로 중장기 성장이 기대된다. 상장 이후 주가는 매출 성장 둔화와 유료 결제자 비율 감소로 큰 폭의 하락세를 겪었으나 이는 높았던 기저 효과와 사용자 수 확대를 우선시한 회사의 전략적 선택에 기인한 것으로 추후 실적 성장에 따라 우려는 점차 해소될 것으로 전망한다.

Figure 01 카카오페이지 적정 가치 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
카카오페이지 2020년 매출액	347.6	당사 추정 기반
Target PSR	5.7x	China Literature의 2018년 PSR 적용
적정 시총 (a)	1,981.2	
카카오페이지 2020년 당기순이익	39.0	당사 추정 기반
Target PER	31.6x	China Literature의 2018년 PER 적용
적정 시총 (b)	1,231.3	
(a)와 (b)의 평균	1,606.3	카카오 SoTP 밸류에이션에 반영

Source: KTB투자증권

Figure 02 카카오페이지 매출 추정의 주요 가정 (단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
전체 만화(소매) 시장	275.6	294.9	318.0	335.6	391.1	453.4	508.8	566.0
오프라인 만화(소매) 시장	212.4	215.2	219.6	214.7	226.0	230.5	223.6	216.9
인터넷/모바일 만화콘텐츠서비스업 (a)	63.2	79.6	98.3	120.9	165.1	222.8	285.2	349.1
YoY 성장률		26.0%	23.5%	23.0%	36.5%	35.0%	28.0%	22.4%
인터넷/모바일 침투율	22.9%	27.0%	30.9%	36.0%	42.2%	49.2%	56.1%	61.7%
전체 출판(소매) 시장	5,338.8	5,259.5	5,266.4	5,267.9	5,229.2	5,231.3	5,350.2	5,491.4
오프라인 출판(소매) 시장	5,146.3	5,042.7	5,011.0	4,975.4	4,888.8	4,839.9	4,888.3	4,937.2
인터넷/모바일 전자출판서비스업 (b)	192.5	216.8	255.5	292.5	340.4	391.4	461.9	554.2
YoY 성장률		12.6%	17.8%	14.5%	16.4%	15.0%	18.0%	20.0%
인터넷/모바일 침투율	3.7%	4.3%	5.1%	5.9%	7.0%	8.1%	9.4%	11.2%
인터넷/모바일 만화콘텐츠, 전자출판서비스업 (a) + (b)	255.7	296.4	353.8	413.4	505.4	614.3	747.1	903.4
YoY 성장률		15.9%	19.3%	16.8%	22.3%	21.5%	21.6%	20.9%
카카오페이지 거래액	1.7	13.0	48.7	93.0	146.6	219.0	306.4	412.4
카카오페이지 거래액 점유율	0.7%	4.4%	13.8%	22.5%	29.0%	35.7%	41.0%	45.6%
카카오페이지 플랫폼 사업 관련 매출액					110.9	168.9	235.7	317.2
카카오페이지 매출액/거래액					75.6%	77.1%	76.9%	76.9%

Source: 한국콘텐츠진흥원, 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 03 카카오페이지 손익 추정 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E
매출액	118.4	187.6	259.7	347.6
플랫폼 사업 관련 수익	110.9	168.9	235.7	317.2
광고 수익	4.0	10.1	13.6	18.0
기타 수익	3.5	8.6	10.3	12.4
YoY Growth rate				
매출액		58.4%	38.4%	33.9%
플랫폼 사업 관련 수익		52.3%	39.6%	34.6%
광고 수익		152.8%	35.0%	32.0%
기타 수익		144.1%	20.0%	20.0%
영업비용	115.1	174.9	231.7	300.4
인건비	9.3	14.2	17.1	20.5
YoY		53.4%	20.0%	20.0%
컨텐츠사용료	60.1	91.2	126.2	168.9
% of sales	50.8%	48.6%	48.6%	48.6%
위탁판매수수료	19.4	25.6	35.5	47.5
% of sales	16.4%	13.7%	13.7%	13.7%
지급수수료	2.4	6.4	8.8	11.8
% of sales	2.0%	3.4%	3.4%	3.4%
광고선전비 및 판매촉진비	17.9	27.0	31.1	35.8
YoY		51.2%	15.0%	15.0%
감가상각비	0.3	0.7	0.8	0.9
YoY		103.5%	15.0%	15.0%
무형자산상각비	3.7	5.8	6.9	8.3
YoY		56.9%	20.0%	20.0%
기타	2.0	4.0	5.3	6.7
% of sales	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%
영업이익	3.3	12.7	28.0	47.2
영업이익률	2.8%	6.7%	10.8%	13.6%
금융수익	1.8	1.1	1.1	1.1
금융비용	0.1	0.2	0.2	0.2
기타수익	0.7	1.4	1.4	1.4
기타비용	0.8	10.2	0.8	0.8
지분법이익	−3.1	−7.5	0.0	0.0
세전이익	1.9	−2.7	29.5	48.7
법인세비용	−1.4	1.5	5.9	9.7
tax rate	−75.4%	−54.5%	20.0%	20.0%
당기순이익	3.4	−4.2	23.6	39.0
순이익률	2.8%	−2.2%	9.1%	11.2%

Source: 카카오페이지, KTB투자증권

III. 웹툰의 종주국 한국, 네이버와 카카오가 시장 양분

III-1. 디지털 침투율은 세계 최고 수준

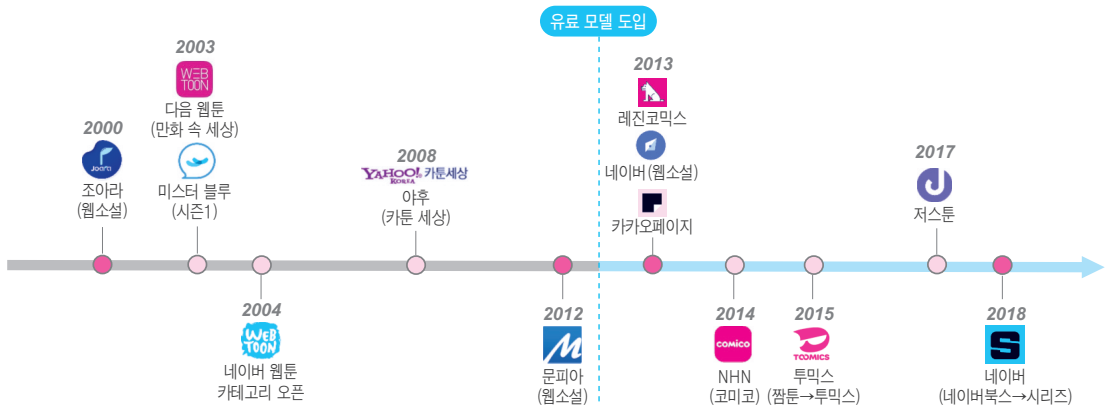
1) 네이버와 다음(현 카카오)이 이끌어온 한국 웹툰 시장

국내 웹툰 시장은 2003년 다음의 '만화 속 세상'이 등장하며 태동하였다. '만화 속 세상'은 국내 최초이자 세계 최초 포털 웹툰 서비스의 등장이었다. 이어서 2004년 네이버가 '웹툰' 탭을 네이버 포털에 추가하며 시장 확대를 이끌었고, 2013년 이후 레진의 '레진코믹스', NHN의 '코미코', 투믹스의 '짬툰', 위즈덤하우스의 '저스툰' 등이 등장하며 시장 성장이 본격화 되었다.

2) 2018년 전체 만화 시장 규모는 4,534억원, 디지털 침투율은 49% 기록

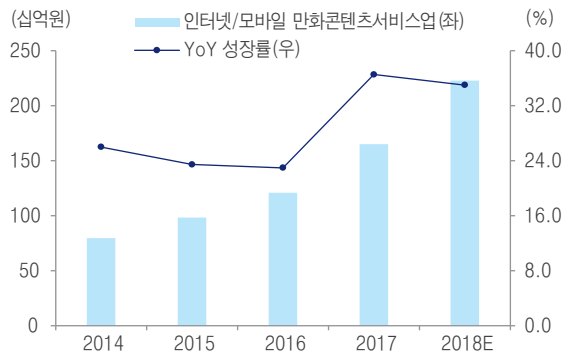
디지털 만화/웹툰 시장이 전체 국내 만화 시장 성장을 이끌고 있다. 2013년 2,756억원 수준이었던 국내 만화(소매) 시장은 2018년 4,534억원으로 64% 성장했고, 동 기간 디지털 만화/웹툰 시장은 632억원에서 2,228억원으로 252% 성장했다. 2018년 기준 디지털 만화/웹툰의 시장 침투율은 49%로 추정되며 무료로 제공되는 웹툰의 구독까지 감안하면 침투율은 더욱 높을 것으로 판단된다.

Figure 04 한국 웹툰 플랫폼 오픈 시기



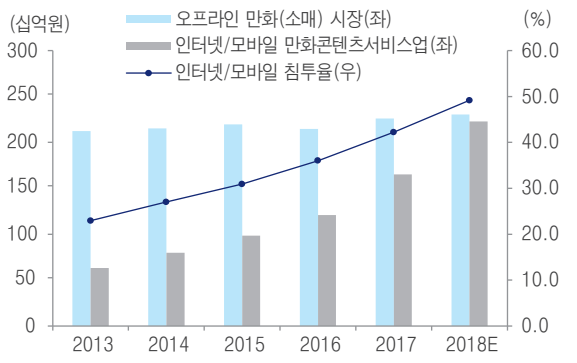
Source: 언론 자료, KTB투자증권

Figure 05 인터넷/모바일 만화 콘텐츠 서비스업 규모 추이



Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Figure 06 만화(소매) 시장 내 인터넷/모바일 침투율 추이



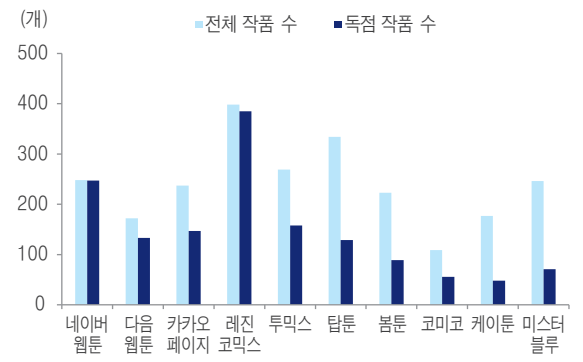
Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

III-2. 네이버 웹툰의 트래픽이 압도적

웹툰 플랫폼별 보유 작품과 작가 수는 업체 별로 차이가 두드러진다. UV(Unique Visitor)와 PV(Page View) 기준 업계 4위 서비스인 **레진코믹스**가 가장 많은 작품/작가 수를 보유하고 있다. 2013년 서비스 개시 시점부터 부분 유료화 모델을 적극적으로 도입해 수익화를 원하는 다수의 작가를 독점적으로 확보했고, '성숙한 독자들을 위한' 웹툰 서비스를 표방하고 성인 독자들을 위한 유료 웹툰을 여럿 선보이며 큰 호응을 얻었다.

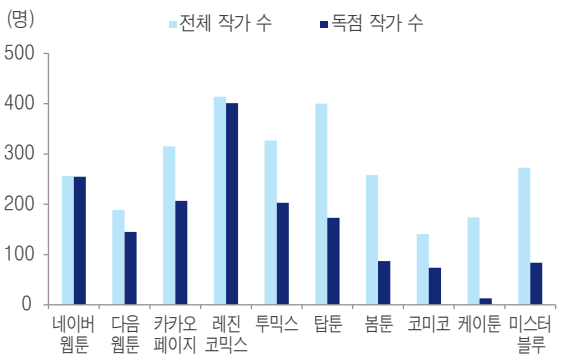
네이버 웹툰의 경우, 모든 작품을 독점적으로 제공하고 전체 작가가 모두 독점 작가라는 점이 특징적이다. 즉, 네이버 웹툰에 연재되고 있거나 연재된 작품은 모두 네이버 웹툰에서만 구독이 가능하다. 국내 1위 포털 운영사 답게 네이버 웹툰의 월평균 UV와 PV는 각각 1.2억명, 13억 view로 월평균 UV는 다음 웹툰의 7배, 카카오페이지의 4배에, 월평균 PV는 다음 웹툰의 10배, 카카오페이지의 8배에 달한다. 네이버는 별도의 사이트 없이 포털 내 웹툰 탭 내에서 서비스를 운영하고 있다. 모바일에서는 모바일 웹을 통한 웹툰 서비스뿐 아니라 '네이버 웹툰' 앱을 별도로 운영하고 있으며, 최근에는 기존 '네이버 북스' 앱을 '시리즈(SERIES)' 앱으로 개편해 웹툰과 디지털 만화, 웹소설을 동시에 제공하고 있다.

Figure 07 플랫폼별 웹툰 작품 수 현황(2017)



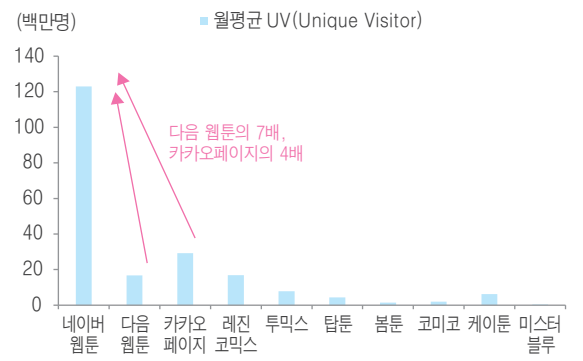
Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

Figure 08 플랫폼별 웹툰 작가 수 현황(2017)



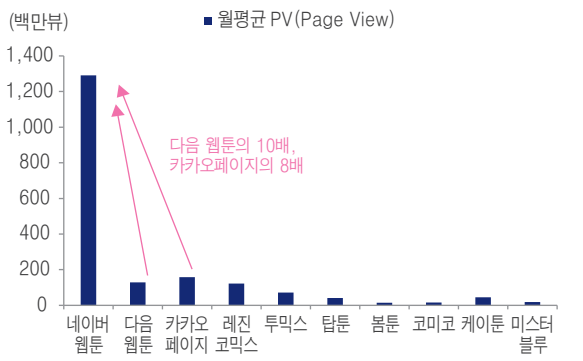
Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

Figure 09 플랫폼별 월평균 UV(Unique Visitor) 현황(2017)



Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

Figure 10 플랫폼별 월평균 PV(Page View) 현황(2017)

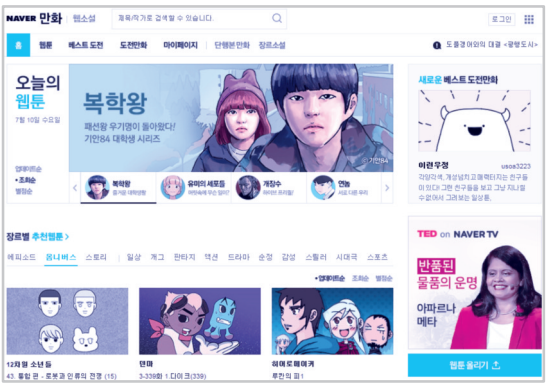


Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

카카오는 **다음 웹툰과 카카오페이지** 서비스를 합칠 경우 업계 2위다. 마찬가지로 다음 포털 내 웹툰 탭에서 콘텐츠를 제공하고 있으며, 다음 웹툰 모바일 웹과 앱 서비스를 운영 중이다. 포도트리와 함께 2013년 출시한 카카오페이지 앱 내에서는 웹툰/만화 콘텐츠뿐 아니라 웹소설, 문학/실용서 콘텐츠도 제공하고 있으며 최근에는 드라마/예능 등 방송 프로그램과 영화 부문으로도 콘텐츠 제공 범위를 확대했다. 나아가 미국, 영국, 일본 등지의 해외 인기 드라마와 애니메이션 작품들도 순차적으로 선보일 계획이다. 중장기적으로 카카오페이지는 종합 모바일 콘텐츠 플랫폼으로의 발전이 기대된다.

Figure 11 네이버 웹툰/웹소설 서비스 라인업

네이버 웹툰/웹소설(PC)



네이버 웹툰(모바일)



시리즈(모바일)
웹툰/만화/웹소설/소설 제공
(기존의 네이버북스 서비스 개편)



Source: NAVER, KTB투자증권

Figure 12 카카오 웹툰/유료 컨텐츠 서비스 라인업

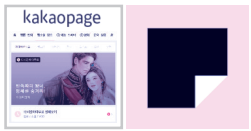
다음 웹툰(PC)



다음 웹툰(모바일)



카카오페이지(PC, 모바일)
웹툰/만화, 웹소설/소설,
문학/실용서, 방송/영화 콘텐츠 제공



Source: 카카오, KTB투자증권

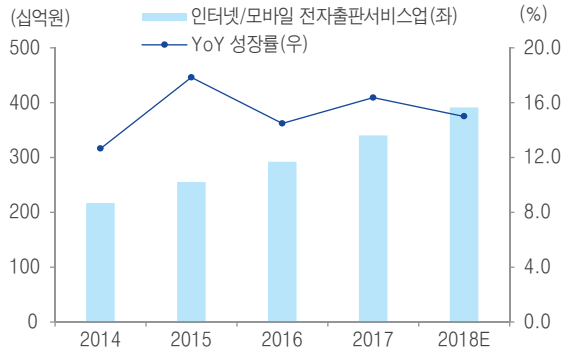
III-3. 블루오션은 웹소설 시장

1) 국내 웹소설/전자책 시장, 성장 여력 풍부

국내 전체 출판(소매) 시장 규모는 2018년 기준 5.2조원으로 만화 시장 대비 월등히 큰 규모를 형성하고 있다. 웹소설/전자책 시장에 속하는 인터넷/모바일 전자출판서비스업 규모는 2018년 기준 3,914억원으로 전체 출판(소매) 시장의 8%를 차지하고 있는 것으로 파악된다. 디지털 만화와 웹툰의 시장 침투율 대비로는 현저히 낮아 아직 성장 여력이 많이 남아있는 것으로 해석할 수 있다.

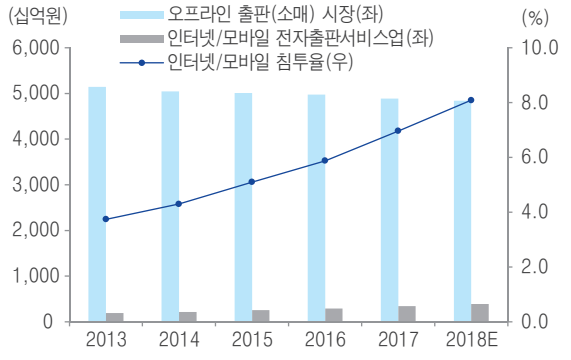
국내에서 웹소설 및 전자책을 판매하는 플랫폼으로는 카카오페이지(웹/앱), 네이버 웹소설(웹), 네이버 시리즈(앱) 등 대형 포털 업체의 서비스에서부터 웹소설 특화 서비스인 문피아와 조아라, 웹툰 서비스로 출발한 미스터블루, 저스툰, 코미코 등 40여개 서비스가 있다. 플랫폼에 웹소설 콘텐츠를 제공하는 주요 CP(Contents Provider) 업체는 업계 1위이자 상장사인 디앤씨미디어, ㈜영상출판미디어, 로크미디어, KW북스 등 28개 업체가 존재하는 것으로 파악된다.

Figure 13 인터넷/모바일 전자 출판 서비스업 규모 추이



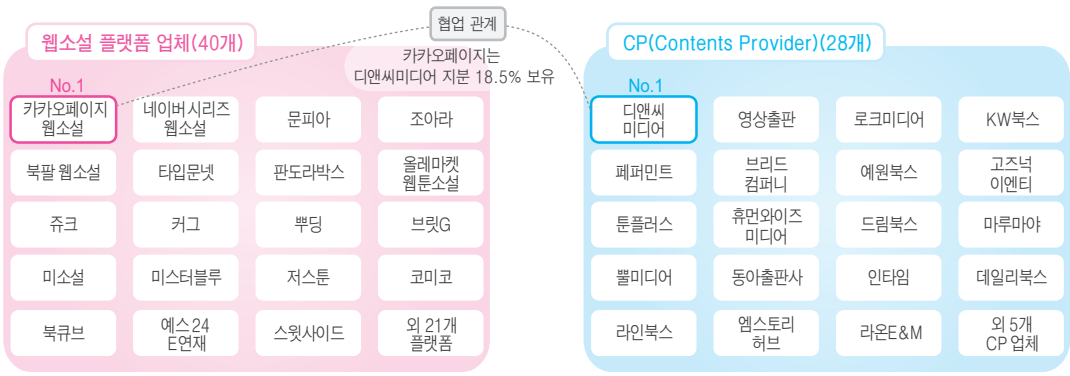
Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권
Note: 전자책과 웹소설 포함

Figure 14 출판(소매) 시장 내 인터넷/모바일 침투율 추이



Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권
Note: 전자책과 웹소설 포함

Figure 15 국내 웹소설 플랫폼 업체, CP 업체 현황



Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

2) 웹소설 플랫폼 시장 점유율 1위는 카카오페이지

정확한 점유율을 추산할 수는 없지만, 상대적으로 남성 대비 여성이 웹소설 콘텐츠를 많이 소비하는 것으로 알려져 있고 카카오페이지 여성 연령대별 웹소설 플랫폼 활성 사용자 비율이 네이버 시리즈 대비 더 높게 나타나는 점을 고려하면 카카오페이지가 웹소설 플랫폼 시장의 1위 사업자인 것으로 추정된다. 실제 카카오페이지 매출의 50% 이상이 웹소설으로부터 발생하고 있다.

카카오페이지가 웹툰 대비 상대적으로 성장 여력이 풍부한 웹소설 시장 1위 사업자라는 점은 의미 있다. 웹소설은 누구나 쉽게 쓸 수 있고 형식에 얽매이지 않아 작가들에게는 웹툰 대비 진입장벽도 더 낮다. 이러한 특징을 바탕으로 국내 웹소설 시장은 향후에도 고성장이 지속될 것으로 전망된다. 카카오페이지는 이미 웹소설 CP 1위 업체인 디앤씨미디어와 협업하여 양질의 콘텐츠를 소싱 중이다. 카카오페이지는 디앤씨미디어의 지분 18.5%를 보유하고 있어 향후에도 협업 관계는 지속될 전망이다.

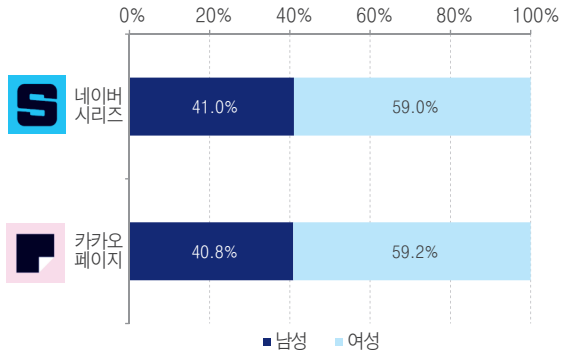
Figure 16 웹소설의 주요 특징



- 웹소설은 누구나 쉽게 쓰고 편하게 읽을 수 있으므로 웹툰보다 진입장벽이 더 낮음
- 형식에 얽매이지 않고 작가의 개성을 자유롭게 드러내는 다양한 이야기로 이루어짐
- 소재에 따라 주로 로맨스, 판타지, 무협, 미스터리, BL, 백합, 라이트노벨, 패러디, 역사 물, 현대물, 스포츠 등과 같이 장르문학이 중심이 됨
- 충성도가 높은 하위 집단의 문화가 인터넷이라는 플랫폼의 특성으로 인하여 대중성을 확보해가고 있음

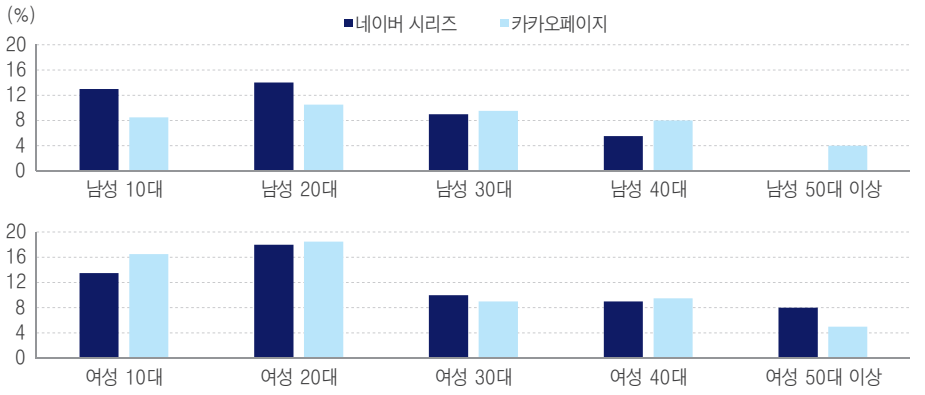
Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Figure 17 네이버 시리즈, 카카오페이지 활성 사용자 성별 비율



Source: App Ape, KTB투자증권

Figure 18 네이버 시리즈, 카카오페이지 활성 사용자 성별/연령대 비율



Source: App Ape, KTB투자증권

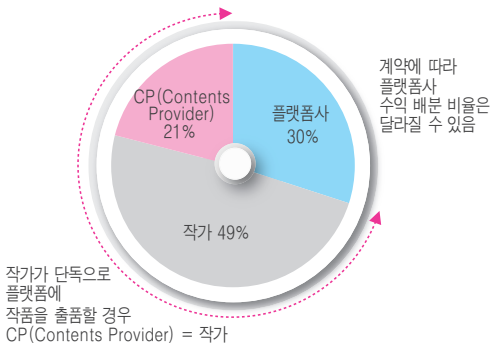
III-4. '기다무(기다리면 무료)' 비즈니스 모델의 성공적인 안착

웹툰/웹소설 콘텐츠 유료 매출의 통상적인 수익 배분 비율은 플랫폼이 30~40%를 가져가고 나머지 60~70%를 CP사와 작가가 3:7 또는 4:6 등으로 나누는 것이다. 이는 통상적인 수준일 뿐 개별 계약에 따라 플랫폼의 수익 인식 비율은 10~50%로 상이하다. 카카오페이지의 경우 IP에 대한 라이선스를 카카오페이지가 보유하고 있으면 거래액을 매출(총매출)로 인식하고 그렇지 않을 경우 수익 배분 후의 매출(순매출)을 인식한다. 거래액과 매출액 차이가 크지 않은 점을 고려하면 카카오페이지의 매출은 대부분 라이선스를 확보한 IP에서 발생하는 것으로 추측할 수 있다.

2014년 10월, 카카오페이지는 **'기다리면 무료'** 서비스를 런칭하고 본격적인 수익화를 시작했다. 기다리면 무료는 이용자가 각자 작품을 본 시점부터 일정 시간이 지나면 1회차를 무료로 감상할 수 있게 만든 수익 모델이다. 이 비즈니스 모델의 성공 방정식은 다음과 같다. 1) 콘텐츠를 유료와 무료로 단순히 나누는 것이 아니라 무료를 표방한 콘텐츠로 우선 유저를 유입시킨다. 콘텐츠를 단순히 유료와 무료로 나눌 경우 유저 트래픽은 무료 콘텐츠에만 쏠릴 수 밖에 없다. 2) 특히 매출이 잘 나올 법한 전략 상품에 '기다리면 무료' 딱지를 붙인다. 다음 회차를 궁금하게 만들고, 다음 줄거리가 궁금해 못 참는 이용자를 겨냥해 지갑을 열게 만든다. 3) 밀레니얼 세대(80년 이후 출생자)가 '몰아보기(binge watching)' 성향이 두드러진다는 점도 공략 포인트다. 결국 무료인 것 같은 '기다리면 무료' 서비스 모델은 유저 수 확보와 결제율 증대가 모두 가능한 비즈니스 모델로 기능한다.

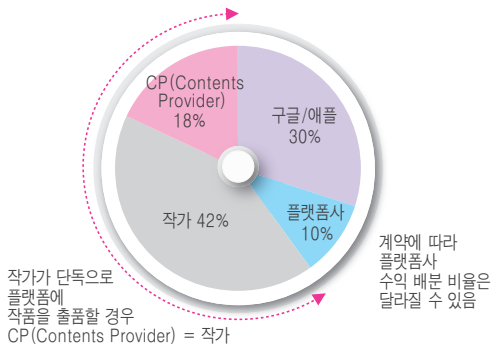
기다리면 무료 서비스 도입 후 카카오페이지의 연간 거래액은 급속도로 증가했다. 2014년 130억원에 불과했던 카카오페이지의 거래액은 2018년 무려 17배 수준인 2,190억원으로 증가했다. 현재 카카오페이지 매출의 대부분은 광고가 아닌 유료 콘텐츠 판매에서 창출되고 있는 점도 확인할 수 있다.

Figure 19 웹툰/웹소설 유료 매출의 통상적인 수익 배분 비율



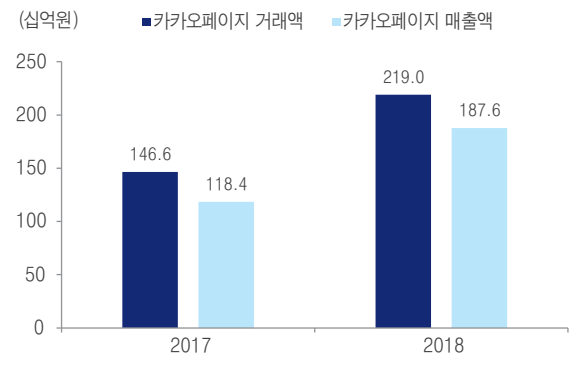
Source: 언론 자료, KTB투자증권

Figure 20 마켓(애플/구글) 결제를 통해 구매했을 경우



Source: 언론 자료, KTB투자증권

Figure 21 카카오페이지 거래액과 매출액 차이



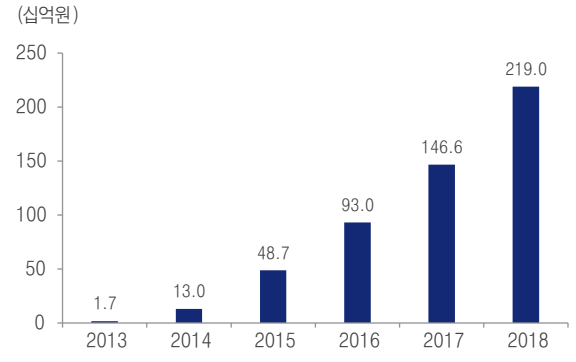
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 22 카카오페이지의 '기다리면 무료' 서비스



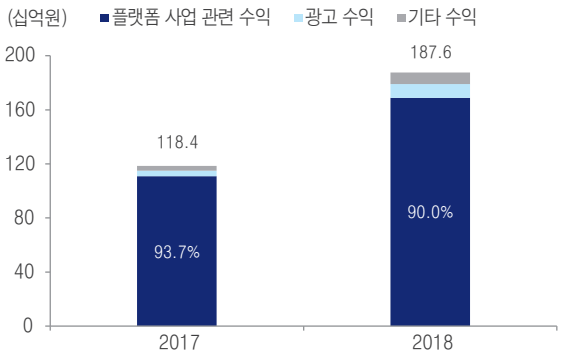
Source: 카카오페이지, KTB투자증권
Note: '기다리면 무료' 도입 시기는 2014년 10월

Figure 23 카카오페이지 연간 거래액 추이



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 24 카카오페이지 부문별 매출액 추이



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

III-5. 네이버 역시 뒤늦게 수익화 시작

카카오페이지가 '기다리면 무료' 서비스로 수익 창출에 성공하자 네이버도 뒤늦게 웹툰 서비스의 수익화를 시작했다. 기존의 네이버 웹툰은 유료화가 결정된(작가가 유료화를 원하는) 일부 인기 웹툰을 제외하고는 대부분 무료로 배포됐다. 대신 네이버는 네이버 포털에 트래픽을 유입시켜주는 대가로 작가들에게 원고료를 지급했다. 유료화가 결정된 콘텐츠의 경우 '미리보기(첫 몇 편은 무료, 이후 유료)', '완결보기(전편 유료)' 형태로 판매를 진행했으나, 작가에게 최소 70%에서 최대 90%의 수익을 배분해주는 구조로 네이버에 남는 수익은 크지 않았다.

네이버는 웹툰 작품 내 광고를 싣는 방법으로도 수익화를 진행했다. 웹툰 전용 이미지형 광고, 웹툰 내 PPL 등을 삽입하고 발생한 광고 매출을 작가와 평균 50:50으로 나누는 수익 모델이다. 이외 작가와의 개별 협의를 통해 웹툰 기반의 캐릭터 상품, 출판물, 게임 등 2차 파생상품 판매를 지원하기도 했다.

그러나 이러한 비즈니스 모델로 네이버 웹툰의 매출은 크게 늘지 않았다. 유저 입장에서는 다수의 콘텐츠를 무료로 구독할 수 있었고 유료 콘텐츠 또한 일정 수준의 무료 서비스 이후 유료로 전환돼 유료 전환 이전에 콘텐츠를 즐길 수 있는 방법이 충분히 있었기 때문이다. 웹툰 내 광고 탑재로 인한 매출도 전체 네이버 매출에서 차지하는 비중은 미미했다.

카카오의 '기다리면 무료' 서비스가 성공적인 비즈니스 모델로 자리매김한 이후 네이버는 이와 유사한 '너에게만 무료' 라는 서비스 정책을 마련하여 시리즈(SERIES) 앱에 탑재했다. 소비자의 성향에 맞는 콘텐츠를 골라서 추천해주고 동일한 방식으로 1회 차 이용권을 지급하되 이용권을 누적할 수 있는 서비스 모델이다. 카카오페이지는 이용권 지급 시간을 24시간에서 12시간으로 단축하며 대응했다.

'너에게만 무료' 서비스 도입 이후 네이버 시리즈의 매출도 유의미하게 증가했을 것으로 추정된다. 네이버 웹툰은 17년 5월 1일 별도의 법인으로 분사해 18년 매출을 제외하고는 정확한 분기 거래액과 매출을 파악할 수는 없으나, 네이버의 전체 콘텐츠 플랫폼 매출(웹툰/웹소설, 뮤직, V LIVE 포함)이 18년 9월 이후 증가한 점에서 너에게만 무료 수익 모델 도입 효과를 찾을 수 있다.

Figure 25 네이버 웹툰/웹소설 수익 배분 구조



Source: NAVER, KTB투자증권

Figure 26 일정 회차 무료로 제공 이후 유료로 전환되는 네이버 웹툰



Source: NAVER, KTB투자증권

Figure 27 네이버 웹툰 말미에 등장하는 웹툰 전용 광고



Source: NAVER, KTB투자증권

Figure 28 네이버, 시리즈 앱에 '너에게만 무료' 서비스 도입



Source: NAVER, KTB투자증권

Figure 29 네이버 콘텐츠 플랫폼 분기 매출액 추이



Source: NAVER, KTB투자증권
Note: 웹툰/웹소설, 뮤직, V LIVE 매출 포함

III-6. 카카오페이지, 직접 제작 및 IP 활용 영역으로 사업 확대 중

카카오페이지는 '기다리면 무료' 수익 모델의 성공적인 도입에서 나아가 웹소설 및 웹툰 제작 업체, 만화 및 도서 출판 업체 등의 인수를 통해 직접 제작 부문으로도 영역을 확장하고 있다.

2017년 초 전략적 협업 관계에 있는 디앤씨미디어의 지분 18.5%를 투자한데 이어 2018년에는 학산문화사(147억원), 대원씨아이(대원미디어의 자회사)(146억원), 서울미디어코믹스(100억원) 등 만화 및 도서 출판 업체 세 곳에도 추가 투자를 진행했다.

학산문화사는 만화 및 소설 출판, 아동 출판, 캐릭터 사업 등 다양한 사업을 전개하고 있는 회사다. 대원씨아이는 '슬램덩크', '아기와 나' 등 만화 약 12,000편과 소설 약 1,200편 등의 IP를 보유하고 있는 출판 업체다. 서울미디어코믹스는 서울문화사의 만화 및 웹툰, 웹소설 부문이 분사되어 설립된 회사로 국내외 만화 및 소설 출간, 자사 출간작 디지털 서비스화 및 디지털 오리지널 콘텐츠 제작을 진행하고 있다. 카카오페이지는 이들 작품을 카카오페이지 플랫폼에 선보이는 한편 IP 해외 수출 및 2차 판권화 등 다양한 분야에서 보다 긴밀한 사업적 제휴를 진행할 예정이다.

콘텐츠 관련 계열회사를 활용한 OSMU(One Source Multi-Use) 전략도 돋보인다. 카카오페이지는 음악/영상 콘텐츠 유통을 담당하는 계열사 카카오M과 드라마 제작사 메가몬스터(카카오M 67%, 카카오페이지 22% 지분 보유), 카카오M의 자회사인 배우 매니지먼트사를 활용해 카카오페이지 IP를 활용한 드라마 제작 사업을 본격화했다. 특히 올해 방영된 드라마 <진심이 닿다>는 카카오페이지에 연재된 인기 웹소설 <진심이 닿다> IP를 활용하여 메가몬스터가 제작한 드라마로 주연 배우는 카카오M의 자회사 킹콩바이스타십 소속 배우 이동욱이 맡아 계열회사간 시너지가 극대화됐다.

이러한 파생 콘텐츠로부터 카카오페이지가 유의미한 수익을 창출하기 위해서는 자체 IP 확보가 필수다. 카카오페이지는 CP 유통, 독점 공급에서 나아가 만화 및 소설 출판 업체를 자회사/관계사로 영입해 IP를 가져오는 전략을 취하고 있다. 이를 통해 카카오페이지가 현재까지 확보한 IP는 만화와 소설을 포함해 약 1,000개 이상에 달하는 것으로 파악된다. 향후에도 카카오페이지는 투자 회사를 통해 양질의 IP를 확보하고, 이를 활용한 여러 2차 부가가치를 창출할 것으로 전망된다.

Figure 30 카카오페이지 주요 투자/인수 업체 현황 (단위: 십억원, %)

구분	업체명	사업영역	금액	지분율
인수	삼양이앤씨	웹소설/웹툰 제작업체	5.9	70.0
인수	다온크리에이티브	한중 콘텐츠 제작 및 배급사	9.9	66.2
인수	네오바자르	게임 퍼블리싱, 웹툰 콘텐츠 기업	13.8	68.4
투자	디앤씨미디어	웹소설/웹툰 제작업체	12.6	18.5
투자	학산문화사	만화/도서출판업체	14.7	19.8
투자	대원씨아이	만화/도서출판업체	14.6	19.8
투자	서울미디어코믹스	만화/도서출판업체	10.0	22.2
투자	마이셀럽스	AI스타트업	5.0	17.7

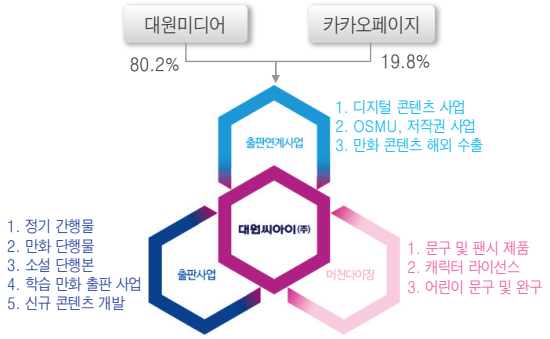
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 31 학산문화사의 주요 사업 내용



Source: 학산문화사, KTB투자증권

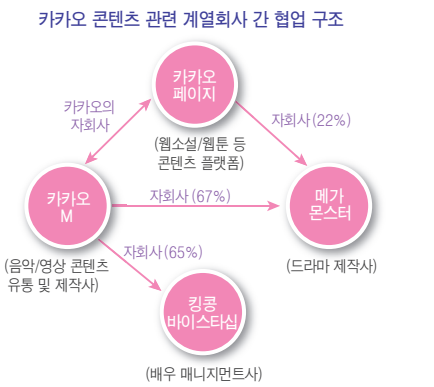
Figure 32 대원씨아이 지분 구조 및 주요 사업 내용



Source: 대원씨아이, KTB투자증권

Figure 33 카카오페이지 웹소설 IP 활용 웹툰, 드라마 제작 사례





- 카카오페이지에 연재된 인기 웹소설 〈진심이 닿다〉 IP 기반
- 드라마는 스튜디오드래곤 기획, 카카오M의 드라마 제작사 메가몬스터와 콘텐츠지음이 공동제작
- 주연은 카카오M의 '킹콩바이스타십' 소속 배우 이동욱

Source: 카카오페이지, KTB투자증권

IV. 세계 최대 만화 시장 일본, 성장 잠재력 풍부

IV-1. 일본의 만화 유저들은 ready to pay

1) 일본 만화 시장, 한국의 13배에 달하는 세계 최대 만화 시장

일본출판협회에 따르면 2018년 기준 일본의 만화 시장은 4,414억엔 규모에 달하는 것으로 추정된다. 미국과 중국 시장 대비로는 약 4배, 5배에 달하며 한국 시장 대비로는 13배에 달하는 수준이다. 드래곤볼, 슬램덩크, 원피스, 나루토 등 이름만 들어도 알법한 대작 만화 IP가 모두 일본 출신이다.

일본 만화의 전성기로 불리는 90년대 후반의 시장은 이보다 더욱 컸다. 1995년의 일본 전체 만화 시장 규모는 5,864억엔으로 현재 대비 약 1.3배에 달했고, 이 중 종이 주간 잡지 시장 규모는 3,357억엔으로 전체의 57%를 차지했다.

2) 종이 주간 잡지 시장은 축소되고 디지털 단행본 시장이 크게 성장

일본 만화 시장을 주도하던 종이 주간 잡지 시장은 2000년대 들어 판매량이 큰 폭으로 감소하기 시작했다. 특히 2000년대 후반 스마트폰이 보급되기 시작하면서 디지털 단행본 시장이 종이 잡지 시장을 대체하기 시작했다. 스마트폰의 좁은 화면에서는 넓은 화면의 주간 잡지를 구독하기 어려워 디지털 주간 잡지 시장은 거의 형성되지 못했고, 그 자리를 디지털 단행본이 채웠다.

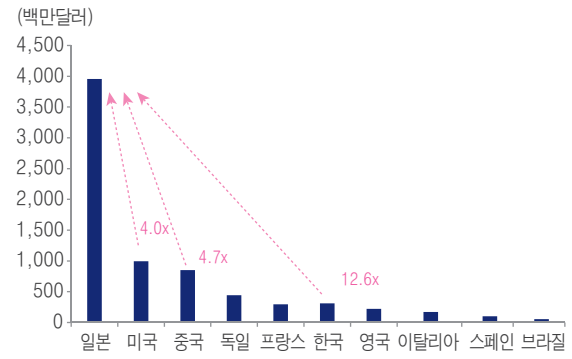
3) 언제든지 지갑을 열 준비가 되어 있는 일본의 만화 구독자들

지난 25년간 일본의 전체 만화 잡지 시장은 1/4로 감소한 반면 단행본 시장은 불과 1.4배 늘어난 수준에 그쳤다. 디지털 만화 잡지 및 단행본 시장은 여전히 15% 내외의 성장을 구가하고 있으나, 2018년의 전체 만화 시장 규모는 1995년 대비 25% 감소했다. 디지털 만화 시장은 무료로 배포되는 콘텐츠도 다수 존재해 시장 감소 영향이 더 컸던 것으로 추정된다.

그러나 일본의 만화 유저들은 기본적으로 만화 콘텐츠에 돈을 지불할 준비가 되어 있는 유저들이다. 무려 25년 전인 1995년의 만화 시장 규모가 5,864억엔에 형성되었다는 점을 반추해봐도 그렇다. 한 때 일본 만화인들은 200~300엔 수준의 만화 잡지를 매주 구독하는 열혈 구독자였다. 390엔 전후에 가격이 형성된 종이 단행본 시장도 마찬가지였다. <원피스>의 초판은 260만부가 판매되었고, <슬램덩크>의 초판 역시 250만부가 판매되었다. 참고로 2000년 7월에 출간된 <해리포터와 불의 잔> 초판의 글로벌 판매량이 350만부였다.

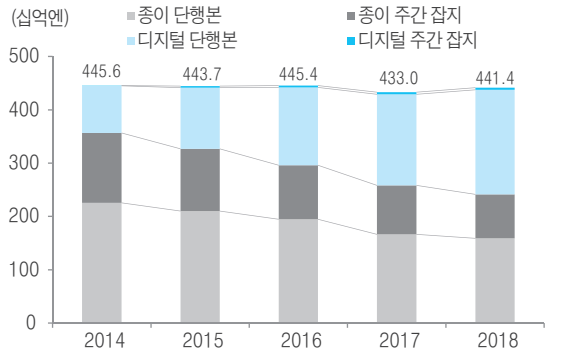
현재 일본에 진출해 있는 카카오 재팬의 발표에 따르면, 일본 만화 시장에서 '하드 유저(종이 단행본과 모바일 앱을 모두 구독하는 병용 독자의 40%)' 중 한 달에 1,000엔(약 1만원) 이상을 만화 구독에 쓴다고 답한 비율은 전체의 39.3%에 달했다. 디지털 만화 플랫폼이 충분히 돈을 벌 수 있는 시장이란 뜻이다.

Figure 34 글로벌 Top 10 만화 시장 규모(2018)



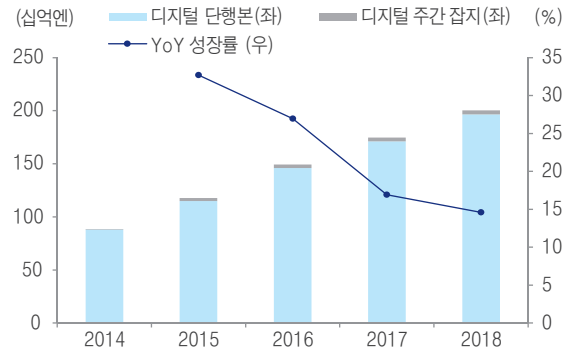
Source: ICv2(2018), 일본출판협회, SNE, PwC, KTB투자증권

Figure 35 일본 만화 시장 규모 추이



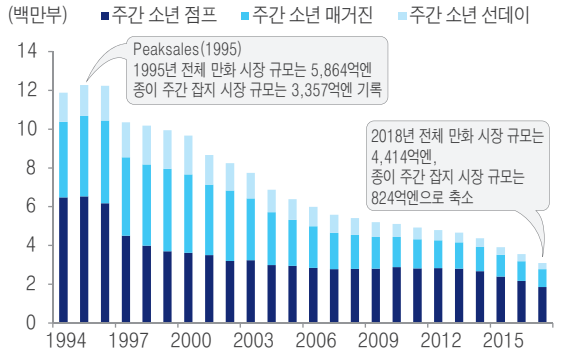
Source: 일본출판협회, KTB투자증권

Figure 36 일본 디지털 만화 시장 규모 추이



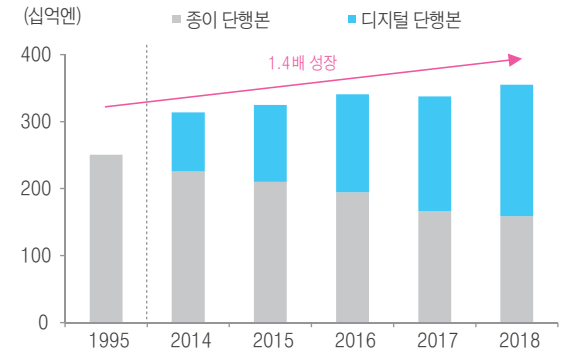
Source: 일본출판협회, KTB투자증권

Figure 37 일본 종이 주간 잡지 판매 부수 추이



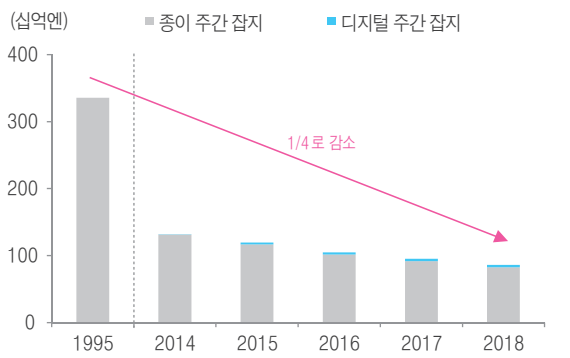
Source: 일본출판협회, KTB투자증권

Figure 38 일본 만화 단행본(종이/디지털) 시장 규모 추이



Source: 일본출판협회, KTB투자증권

Figure 39 일본 만화 주간 잡지(종이/디지털) 시장 규모 추이



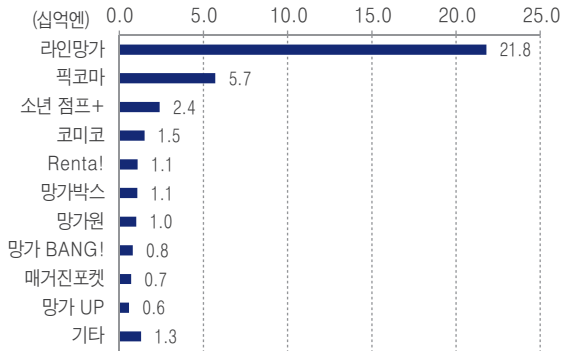
Source: 일본출판협회, KTB투자증권

IV-2. 일본의 만화 앱 시장, 한국 업체들이 선점

일본의 만화 앱 시장 점유율 1위는 라인의 디지털 만화/웹툰 서비스 '라인 망가(LINEマンガ)'이다. 광고와 콘텐츠 판매를 포함한 라인 망가의 2018년 매출은 2,180억엔으로 시장 점유율은 57%에 달한다. 카카오의 디지털 만화/웹툰 서비스 '픽코마(ピッコマ)' 역시 가파른 성장을 기록하고 있다. 픽코마의 서비스 개시 시점은 2016년 4월로 경쟁 서비스 대비 시장 진입 시점이 늦었음에도 2018년 매출 57억엔으로 시장 점유율 2위(15%)를 달성했다. 만화 앱에 대한 사용 경험을 묻는 설문 조사에서 2017년 순위권에도 없었던 픽코마는 2018년 4위 수준으로 사용 경험 순위가 높아지기도 했다.

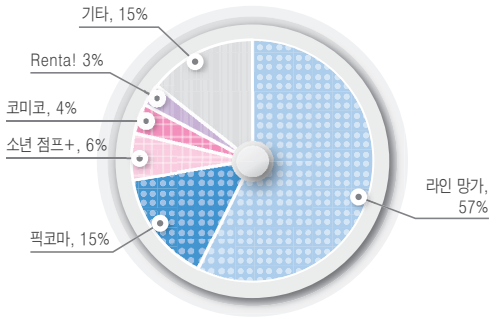
이외 일본의 전통 만화 출판사 슈에이샤(集英社)의 디지털 만화 서비스 소년점프+(少年ジャンプ+)가 2018년 점유율 3위(6%)를, NHN(한국)의 디지털 만화/웹툰 서비스 코미코가 점유율 4위(4%)를 차지하고 있다.

Figure 40 일본 디지털 만화 앱 매출액 규모(2018)



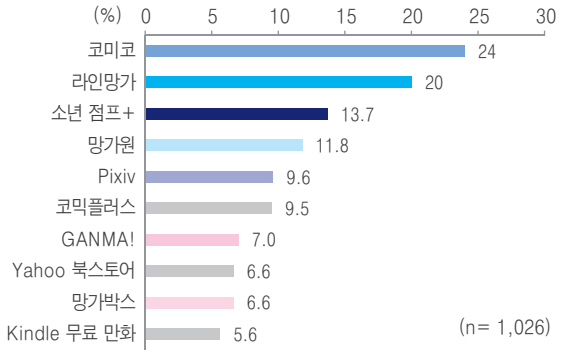
Source: 모바일인덱스(JP) 추정, KTB투자증권

Figure 41 점유율은 라인 망가 57%, 픽코마 15% 수준



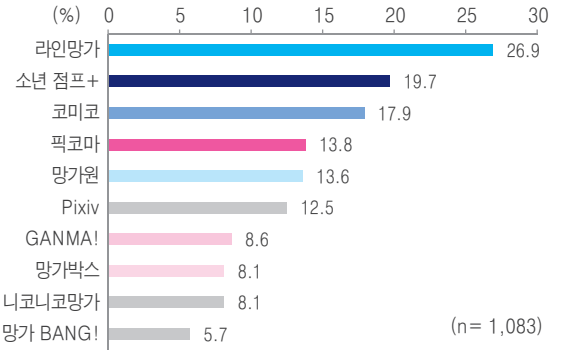
Source: 모바일인덱스(JP) 추정, KTB투자증권

Figure 42 사용 중인 무료 만화 앱(복수응답, 2017)



Source: Impress, KTB투자증권

Figure 43 사용 중인 무료 만화 앱(복수응답, 2018)



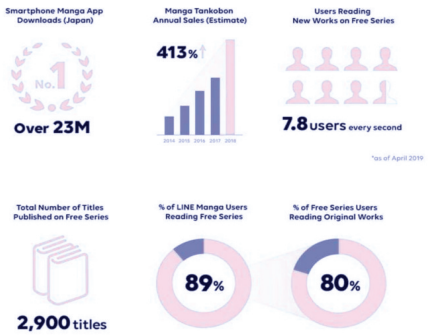
Source: Impress, KTB투자증권

1) 18년 매출 1위는 라인 망가(LINEマンガ)

라인 망가는 라인이 운영하는 디지털 만화 플랫폼으로 2014년 7월 출시됐다. 2019년 4월 기준 라인 망가 스마트폰 앱의 누적 다운로드 수는 2,300만명에 달한다. 2018년 6월 라인은 서비스를 대대적으로 리뉴얼 하고 23시간을 기다리면 무료로 1화 구독이 가능한 '내연제' 시스템을 선보였다. '내연제' 시스템 도입 이후 라인 망가의 분기 거래액은 도입 이전 평균 30억엔 내외에서 도입 이후 약 50억엔 내외로 증가했으며, 1Q19에는 무려 60억엔까지 증가했다.

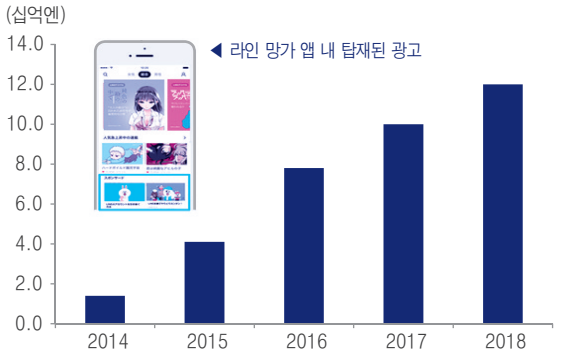
2019년 1월에는 네이버 웹툰의 일본 서비스 'XOY(조이)'를 라인 망가 앱에 통합했다. 만화에서 나아가 네이버 웹툰이 보유하고 있는 오리지널 웹툰으로 콘텐츠 제공 범위를 보다 확대하겠다는 계획이다. 서비스 통합 이전에 실험적으로 탑재된 국내 인기 웹툰 <여신 강림>, <외모 지상 주의>는 라인 망가의 무료 연재 독자 수 랭킹에서 각각 1위와 2위를 차지하기도 했다. 라인 망가가 현재 제공하고 있는 작품 수는 약 38,000개로 2위 사업자인 픽코마의 5배 수준이다. 시장 선점으로 확보한 압도적 이용자풀과 풍부한 라이브러리를 기반으로 향후에도 견조한 성장을 이어갈 전망이다.

Figure 44 라인 망가 서비스의 주요 지표(2019/04 기준)



Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 45 일본 만화 앱 내 광고 시장 규모 추이 : 기존에는 인앱(in-app) 광고가 주 비즈니스 모델



Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 46 23시간 기다리면 무료로 1화 구독이 가능한 '내연제' 서비스 도입(2018/06)



Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 47 라인 망가 분기 거래액 추이



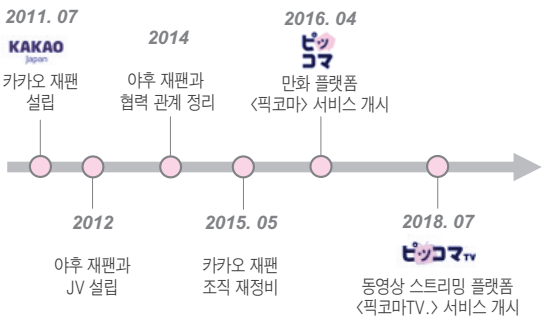
Source: LINE Corp, KTB투자증권

2) 카카오 재팬의 픽코마(ピッコマ)가 2위 사업자

픽코마는 카카오 재팬이 운영하는 디지털 만화 플랫폼으로 2016년 4월 서비스를 개시했다. 서비스 출시 시점이 경쟁 플랫폼 대비 2~3년 이상 뒤처졌음에도 2018년 기준 매출 2위 사업자로 등극했다. 주목할 만한 점은 픽코마가 ad-free 플랫폼이라는 점이다. 픽코마의 매출은 대부분 유료 콘텐츠 판매 매출로 이루어져 있다. 서비스 초기부터 한국과 동일하게 '기다리면 0엔' 시스템을 적용하여 결제율을 끌어올렸다. 2018년 7월 서비스를 개시한 동영상 스트리밍 플랫폼 픽코마 TV에도 '기다리면 0엔' 시스템은 동일하게 적용됐다. 검증된 비즈니스 모델 탑재로 2017년 1분기 20억원에 불과했던 픽코마의 분기 매출액은 2019년 1분기 230억원으로 11배 이상 증가하며 순항 중이다.

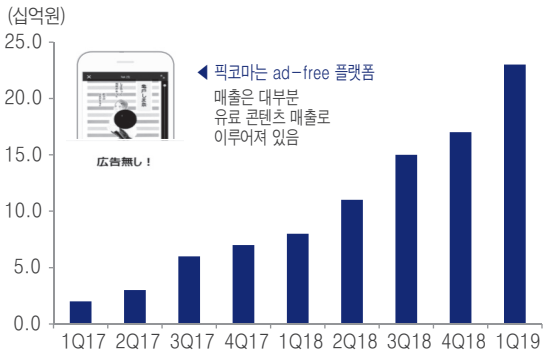
픽코마는 향후 국내 카카오페이지, 카카오M과의 협업도 확대할 계획이다. 픽코마 보유 IP를 활용한 드라마, 영화 등 영상 제작 사업 확대가 기대된다.

Figure 48 카카오 재팬의 일본 사업 history



Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 49 픽코마 분기 매출액 추이



Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 50 한국과 동일하게 '기다리면 0엔' 시스템 적용



Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 51 향후 카카오페이지, 카카오M과 협업 확대 계획



Source: 카카오, KTB투자증권

3) 일본 만화 출판의 최강자 슈에이샤(集英社)의 소년점프+(少年ジャンプ+), 3위 기록

슈에이샤(집영사)는 일본 최대의 만화 잡지 <주간 소년점프>를 발행하는 출판사로 디지털 만화 플랫폼 '소년점프+' 를 운영하고 있다. 2018년 기준 매출액은 24억엔으로 라인 망가(218억엔), 픽코마(57억엔) 대비 매출 규모는 작지만 만화 잡지 발간 시절부터 보유해온 고품질의 작품을 다수 보유하고 있다는 점이 강점이다. 소년점프+의 수익 모델은 미리보기 방식이다. 일정 시간이 지나면 무료 콘텐츠를 유료로 전환하고 유료 대여권을 판매한다. 이는 네이버 웹툰이 국내에서 차용하고 있는 수익 모델로 '기다리면 무료' 형태 대비 상대적으로 결제자 비율과 결제액은 낮을 것으로 추측된다.

Figure 52 소년점프 플러스, 고품질 작품 다수 보유



Source: 슈에이샤, KTB투자증권

Figure 53 수익 모델은 미리보기 방식 (일정 시간이 지나면 유료로 전환, 유료 대여권 판매)



Source: 슈에이샤, KTB투자증권

4) 4위는 NHN의 코미코(Comico), 선발 주자임에도 시장 선점 실패

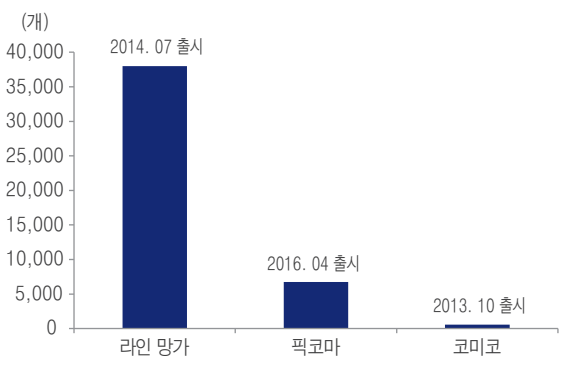
NHN은 2013년 10월 '코미코' 라는 서비스로 일본 디지털 만화 시장에 진출했다. 서비스 초기 코미코는 일본의 게임 플랫폼 '한게임' 으로 트래픽을 유도하는 역할을 했다. 모든 콘텐츠는 무료로 제공되었고, 한게임 여성 유저 증대를 위해 여성 타겟의 콘텐츠가 다수 제공되었다. 코미코는 2016년 11월 리뉴얼을 통해 서비스 유료화를 선언했다. 그러나 전면 무료에서 갑작스런 유료화로 유저 이탈이 컸다. 선발 주자임에도 경쟁 서비스 대비 보유 작품 수가 현저히 적다는 점도 경쟁 열위 요소인 것으로 판단된다.

Figure 54 코미코, 2016년 유료화 전환



Source: NHN, KTB투자증권

Figure 55 주요 만화 앱 출시 시기와 보유 작품 수 비교



Source: 각 사, 언론 자료, KTB투자증권

V. 가능성이 엿보이는 미국과 동남아 시장

V-1. 미국 웹툰 시장은 니치 마켓

1) 미국의 전통 만화 시장, 거대 미디어 출판사 두 곳이 장악

미국 만화 시장의 80%는 DC코믹스(워너브라더스)와 마블(디즈니)이 차지하고 있다. 이들은 배트맨, 슈퍼맨, 원더우먼(DC코믹스)과 어벤저스, 엑스맨, 스파이더맨(마블) 등 히어로물 장르를 중심으로 만화를 비롯해 영화, 테마파크, 캐릭터 상품 등 다양한 콘텐츠를 확대 재생산하며 시장을 장악해왔다.

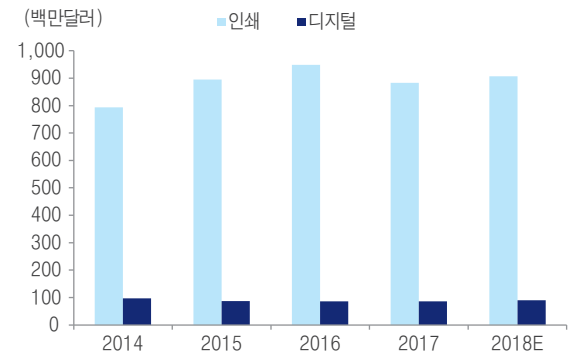
그러나 미국 만화 시장의 기회 요인도 있다. 나루토, 원피스, 드래곤볼 등 일본 만화를 즐기고 접해온 세대들이 존재한다는 점이 그렇다. 이들이 즐기는 콘텐츠는 한국 만화 업체들의 콘텐츠와 유사한 형태로 한국 만화를 읽을 수 있는 잠재적인 독자 층이 존재하는 것으로 파악된다.

미국의 디지털 만화 시장은 크게 1)디지털 코믹스와 2 웹코믹스, 3)한국형 웹툰 시장으로 나눌 수 있다. 디지털 코믹스를 서비스하는 대표 업체인 코믹솔로지는 주로 DC코믹스와 마블의 콘텐츠를 디지털로 서비스한다. DC코믹스와 마블도 전자책 서점 형태로 디지털 단행본을 판매하고 있다. 웹코믹스는 한국 웹툰과는 완전히 형태가 다르다. 풍자, 생활, 개그와 같은 내용을 담은 4컷 만화가 주를 이루는 형태다.

2) 한국 업체들은 니치 마켓 플레이어

이러한 미국 시장에서 한국 업체들인 레진, 타파스, 네이버 웹툰(서비스명은 라인 웹툰)은 니치 마켓 플레이어로 자리를 잡았다. 제한적인 독자 층을 공략했음에도 네이버 웹툰의 북미 시장 MAU는 최근 800만을 돌파했고, 타파스미디어의 MAU도 200만명을 넘어섰다. 아직 미국 디지털 만화 시장이 전체 만화 시장의 9%에 불과한 점을 고려해도 기회 요인은 충분하다. 이에 네이버 웹툰은 최근 미국 라인 웹툰 서비스에 광고 수익 배분 프로그램 'CREATOR CREDIT'을 도입하고 수익 배분을 원하는 현지 작가를 본격적으로 확보하기 시작했다. 원화로 약 1조원에 달하는 미국 만화 시장의 잠재 규모를 고려해보면 니치 마켓 플레이어인 네이버 웹툰 역시 장기적으로 유의미한 수익을 달성할 수 있을 것이란 판단이다.

Figure 56 미국 인쇄/디지털 만화 시장 규모



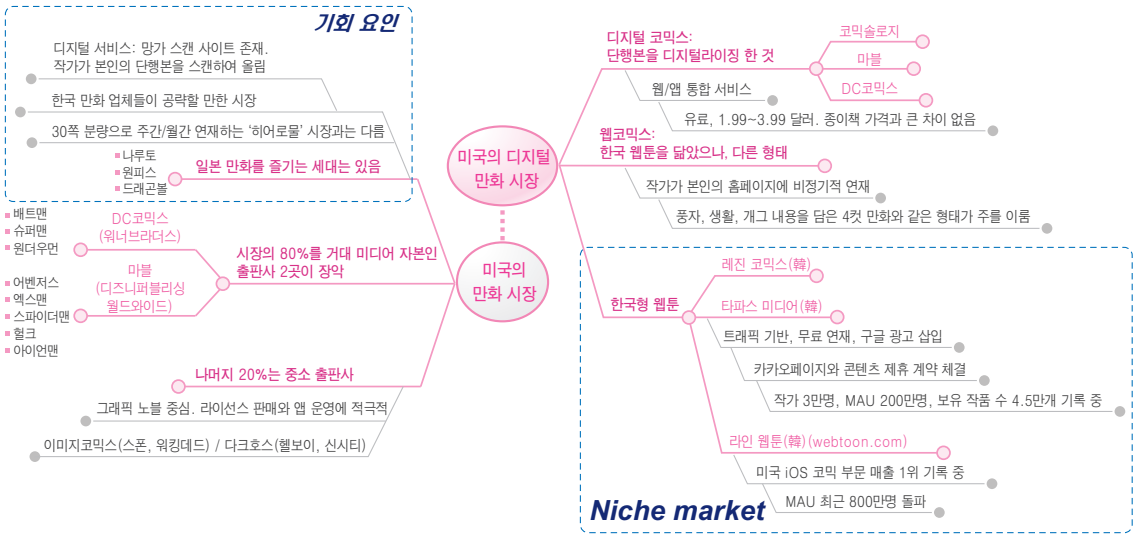
Source: ICv2(2018), PwC(2018), KTB투자증권

Figure 57 미국 만화/웹툰 서비스 매출 순위

#	앱	수익 순위	무료 순위	별점	평점	발매일
1	WEBTOON NAVER	1	1	4.5	1,209,992	2014년6월30일
2	Tappytoon Comics & Web… Contents First	2	29 ▼6	3.5	9,002	2016년4월12일
3	MangaToon-Good comics… MangaToon	3	55 ▼6	3.9	170,091	2018년7월9일
4	Marvel Unlimited Marvel	4	68 ▲7	3.7	24,426	2013년5월7일
5	Tapas – Comics, Novels, … Tapas	5	41 ▼4	4.5	46,419	2012년10월2일
6	Marvel Comics Marvel	6	61 ▼1	4.0	51,399	2011년10월21일
7	레진코믹스 - 매일 무료 … Lezhin	7	113 ▼2	3.1	33,798	2013년6월6일
8	Toomics – Read Comics, … Toomics	8	75 ▲1	3.1	1,677	2018년10월18일
9	WebComics Sidewalk	9	34 ▼7	4.8	132,351	2018년1월19일
10	DC Comics DC Entertainment	10	144 ▲10	4.2	26,540	2011년7월19일

Source: AppAnnie, KTB투자증권
Note: 구글플레이 기준

Figure 58 미국 만화 시장 한눈에 보기



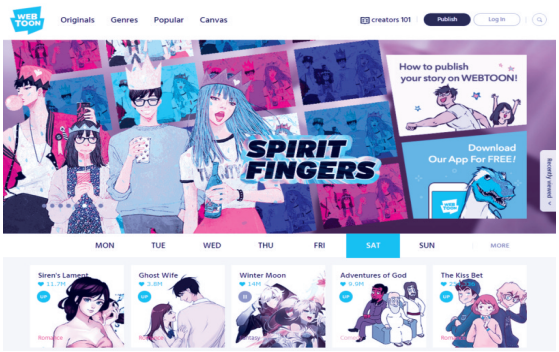
Source: Bloter.net, KTB투자증권

Figure 59 미국 만화/웹툰 서비스 현황

구분	서비스	내용
국내 업체	라인 웹툰(WEBTOON)	미국 1위 웹툰 플랫폼. 북미 지역 MAU 800만 보유 중
	태피툰(Tappytoon Comics & Webtoons)	국내 우수 웹툰 번역 서비스 진행 중
	타파스(Tapas)	미국 최초 웹툰 업체. 초기 다음 웹툰과 지속적인 협업, 현재는 카카오페이지와 콘텐츠 제휴 협약 체결
	레진코믹스(Lezhin Comics)	15년 12월 북미 서비스 시작. 18년 미국 지역 매출 105억원 기록
미국 업체	DC코믹스(DC Comics)	타임워너사의 서비스. 슈퍼맨, 배트맨 등의 Justice League, 종이책과 동일한 디지털 만화 판매. 영화로 확장 진행 중
	마블코믹스(Marvel Comics)	아이언맨, 토르, 헐크, 캡틴 아메리카 등의 Marvel Universe, 종이책과 동일한 디지털 만화 판매. 영화로 성공적인 확장
	이미지코믹스(Image Comics)	마블 출신의 작가 7명이 92년 창업한 출판사. 워킹데드로 유명. 종이책과 디지털 만화 동시 취급
	코믹솔로지(Comixology)	마블, DC, 이미지코믹스, IDW 등의 출판사 만화 디지털 서비스. 14년 아마존에 인수됨

Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 60 라인 웹툰 미국 서비스 화면



Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

Figure 61 라인 웹툰(미국)의 광고 수익 배분 프로그램

BETA CREATOR CREDIT

월 PV(Page View)	Credit	
1,500,000	US$	1,000.00
1,200,000	US$	800.00
900,000	US$	600.00
600,000	US$	500.00
400,000	US$	400.00
200,000	US$	300.00
100,000	US$	200.00
40,000	US$	100.00

Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

V-2. 동남아, 라인 웹툰이 1위 사업자

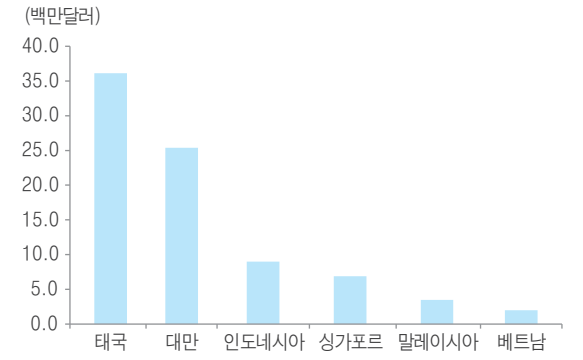
동남아 각국 만화 앱 매출 1위는 대부분 네이버 웹툰의 라인 웹툰(서비스명)이 차지하고 있다. 이외 한국 업체의 서비스인 코미코(NHN코미코), 레진코믹스(레진), 타파스(타파스미디어) 등이 시장을 점유하고 있다. 인도네시아 매출 순위 2위인 웹코믹스는 카카오페이지가 68% 지분을 투자한 네오바자르의 서비스다.

2018년 기준 동남아 각국 만화 시장 규모는 태국 3,600만 달러(약 425억원), 대만 2,500만 달러(약 300억원), 인도네시아 900만 달러(약 106억원) 등으로 시장 규모는 작은 편이다. 디지털 침투율도 태국 9%, 대만 13%, 인도네시아 12% 등으로 아직 낮다. 이에 아직까지 동남아 디지털 만화 시장에서 규모 있는 매출 발생을 기대하기는 어렵다.

기회 요인은 있다. 대부분의 지역에서 매출 1위를 차지하고 있는 라인 웹툰의 경우 점진적인 시장 성장에 따른 소폭의 매출 발생을 기대할 수 있을 전망이다. 또한 현지 콘텐츠 IP 확보로 다양한 수익 모델 발굴도 가능할 것으로 전망된다. 실제 인도네시아, 태국에서는 라인 웹툰에서 현지 작가가 연재하던 작품이 웹드라마와 영화로 제작되기도 했다(태국<Teen Mom>, 인도네시아 <Pastrui Gaje>). 나아가 라인 웹툰은 동남아 웹툰 작가 저변 확대를 위해 다양한 트레이닝 프로그램을 운영하고 있다. NHN코미코 역시 글로벌 웹툰 작가를 발굴, 육성할 목표로 코미코 웹툰 글로벌 루키 공모전 등을 개최하고 있다.

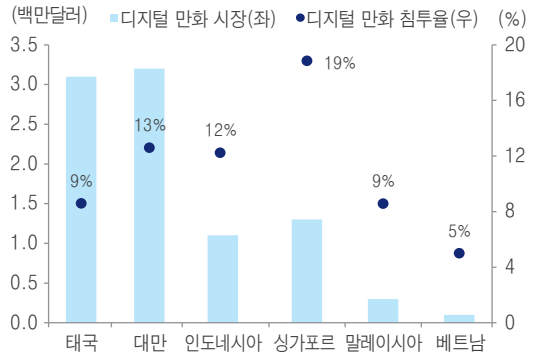
카카오페이지는 최근 네오바자르의 만화 앱 서비스 웹코믹스에 <누나팬닷컴>, <화홍> 등 다수의 한국 콘텐츠와 '기다리면 무료' 수익 모델을 도입했다. 회사에 따르면 최근 네오바자르 매출의 상당 부분은 한국 콘텐츠에서 발생하고 있어 향후 더 많은 한국 콘텐츠를 도입할 예정이다. 네오바자르의 실적은 2018년 기준 매출액 10억원, 영업이익 -15억원에 불과한 수준이나, 인도네시아 만화 시장 성장과 디지털 만화 침투율 확대에 따른 점진적인 실적 개선을 기대해볼 만하다.

Figure 62 동남아 국가별 만화 시장 규모(2018)



Source: ICv2(2018), PwC(2018), KTB투자증권

Figure 63 디지털 만화 시장 규모 및 침투율(2018)



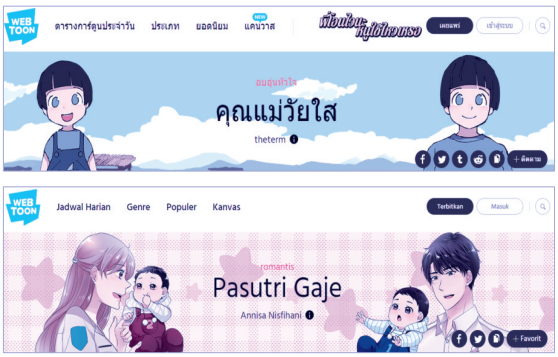
Source: ICv2(2018), PwC(2018), KTB투자증권

Figure 64 동남아 만화 앱 매출 순위 현황(음영 표시는 한국 업체)

순위	태국	대만	인도네시아	싱가포르	말레이시아	베트남
1	WEBTOON (NAVER)	WEBTOON (NAVER)	WEBTOON (NAVER)	WEBTOON (NAVER)	WEBTOON (NAVER)	WEBTOON (NAVER)
2	Tappytoon Comics (Contents First)	Comico (NHN Comico)	Webcomics (Neo Bazar)	Tappytoon Comics (Contents First)	Tappytoon Comics (Contents First)	Tappytoon Comics (Contents First)
3	Lezhin Comics (Lezhin)	漫咖 (Qianxun Team)	Torycomics (Tory Works)	Lezhin Comics (Lezhin)	Lezhin Comics (Lezhin)	Lezhin Comics (Lezhin)
4	Manga Toon (MangaToon)	TOPTOON (DEVLIFE)	Manga Toon (MangaToon)	Manga Toon (MangaToon)	Manga Toon (MangaToon)	Manga Toon (MangaToon)
5	Comico (NHN Comico)	Toomics (Toomics)	Toomics (Toomics)	Comico (NHN Comico)	Marvel Unlimited (Marvel)	Comico (NHN Comico)
6	Marvel Unlimited (Marvel)	Manga Toon (MangaToon)	CIAYO Comics (Dragon Capital)	Marvel Unlimited (Marvel)	Tapas (Tapas)	Marvel Unlimited (Marvel)
7	Tapas (Tapas)	LINE Manga (LINE)	Comics World (Happy Read)	Tapas (Tapas)	Toomics (Toomics)	Tapas (Tapas)
8	Toomics (Toomics)	漫畫貓 (Sharing Anime Picture)	Comico (NHN Comico)	Marvel Comics (Marvel)	pixivコミック (pixiv)	Toomics (Toomics)
9	pixivコミック (pixiv)	漫画人国漫版 (Manhuaren)	Tappytoon Comics (Contents First)	Toomics (Toomics)	アルファポリス (Alphapolis)	pixivコミック (pixiv)
10	アルファポリス (Alphapolis)	Mangax (Cos Comic)	WebComics (Sidewalk)	pixivコミック (pixiv)	Comics World (Happy Read)	アルファポリス (Alphapolis)

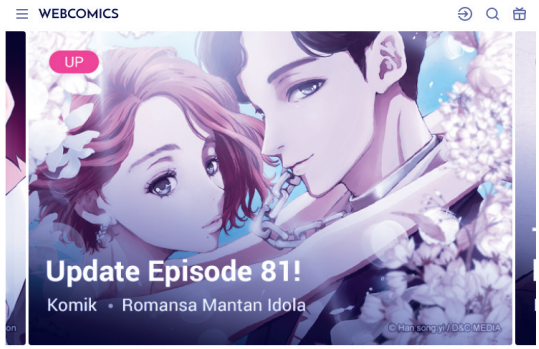
Source: AppAnnie, KTB투자증권
Note: 구글플레이 기준

Figure 65 라인 웹툰의 현지 작가 웹툰, 영화로도 제작



Source: 네이버 웹툰, KTB투자증권
Note: 태국〈Teen Mom〉(위), 인도네시아 〈Pastrui Gaje〉(아래)

Figure 66 네오바자르의 웹코믹스 플랫폼에 탑재된 한국 콘텐츠



Source: 네오바자르, KTB투자증권

VI. 얼마나 가치를 평가할 수 있을까?

VI-1. Peer는 중국의 차이나 리터러처(China Literature)

1) 중국 웹소설 시장 1위 사업자

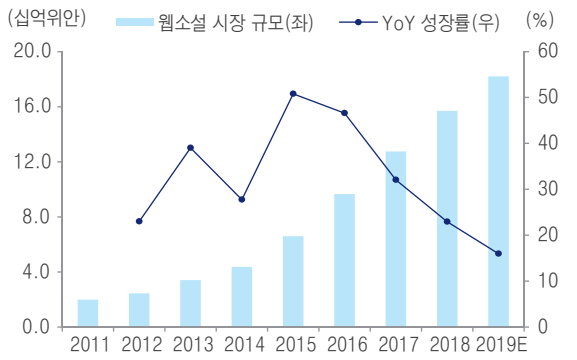
국내 웹툰/웹소설 업체들의 적정가치 산정을 위해 가장 유사한 비즈니스 모델을 구축하고 있는 차이나 리터러처(China Literature)의 현재 상황과 전망, 밸류에이션과 주가 흐름을 분석해 봤다. 차이나 리터러처는 중국 최대의 웹소설 플랫폼 업체로 국내 웹툰/웹소설 업체들과 비즈니스 모델과 사업 방향성이 유사하다고 판단하였다.

차이나 리터러처는 2017년 11월 홍콩 시장에 상장되었다. 공모가 HK$55에서 상장 첫 날 주가는 86%까지 급등하기도 하였다. 이후 매출 성장률 둔화로 주가와 밸류에이션은 하락했지만, 18년 기준 PER은 31.6배, PSR은 5.7배로 여전히 높은 수준에서 유지됐다.

차이나 리터러처의 매출은 온라인 출판이 76%, IP 활용 사업이 20%를 차지하고 있다. 온라인 출판 매출의 44%는 자사 플랫폼에서, 19%는 모회사인 텐센트의 플랫폼에서 발생하고 있다.

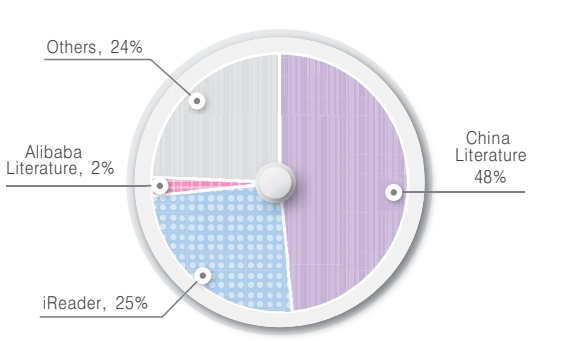
2015, 2016년 중국의 웹소설 시장은 각각 전년대비 51%, 47% 성장하며 고성장세를 기록했다. 이후 높은 성장에 따른 기저 효과로 2017년 성장률은 32%, 2018년 성장률은 23%로 둔화되었다. 이에 웹소설 플랫폼 1위 사업자인 차이나 리터러처의 성장률도 함께 둔화(2018년 23%), 밸류에이션 하락 요인으로 작용했다.

Figure 67 중국 웹소설 시장 규모 추이



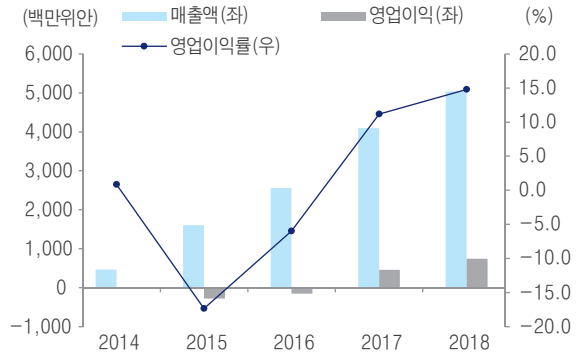
Source: iResearch, KTB투자증권

Figure 68 중국 모바일 웹소설 시장 점유율



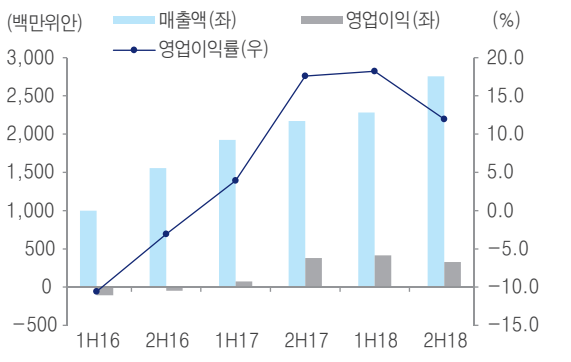
Source: Frost & Sullivan, KTB투자증권

Figure 69 차이나 리터러처 연간 실적 추이



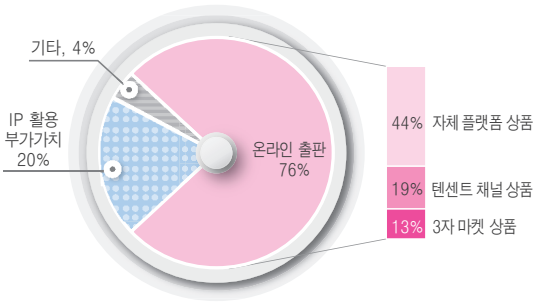
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 70 차이나 리터러처 반기 실적 추이



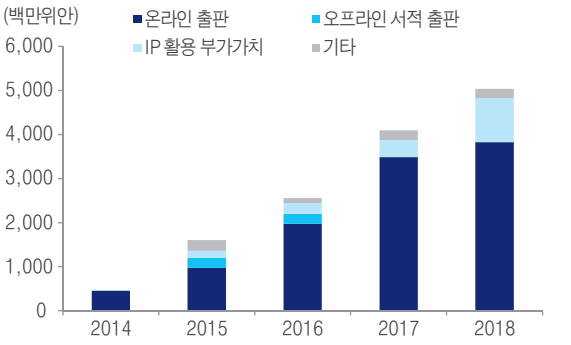
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 71 차이나 리터러처 매출 구성(2018)



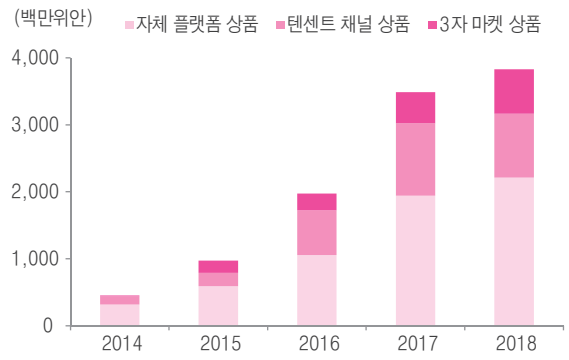
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 72 차이나 리터러처 부문별 매출 추이



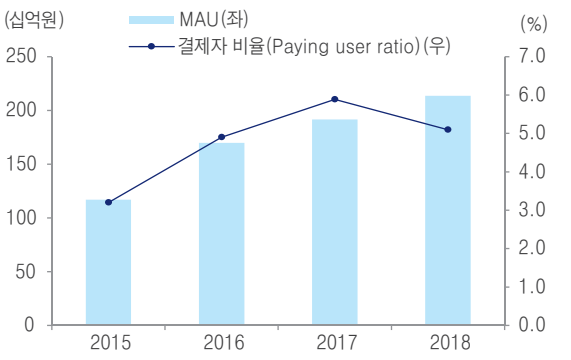
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 73 차이나 리터러처 온라인 출판 부문 매출 추이



Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 74 차이나 리터러처 MAU와 결제자 비율 추이



Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 75 콘텐츠 유통채널: 텐센트 플랫폼 활용



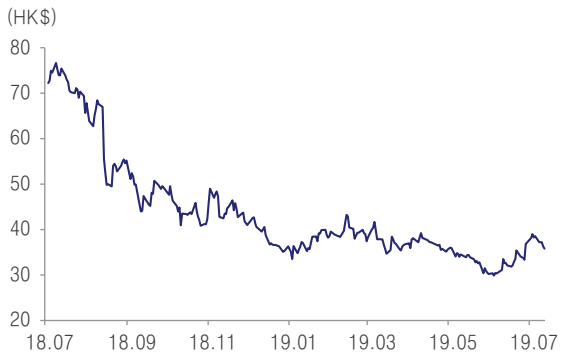
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 76 IP 사업부문 확대: New Classics Media 인수



Source: KTB투자증권

Figure 77 차이나 리터러처 주가 추이(2018.07~)



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 78 차이나 리터러처 PER 추이(2018.07~)



Source: Bloomberg, KTB투자증권

2) 매출 성장 둔화되었지만 수익성은 오히려 개선

그러나 동 기간 차이나 리터러처의 마진율은 오히려 개선되었다. 지속적인 자체 오리지널 IP 확보 노력으로 수익 배분율이 개선되었고 IP 활용 부가 사업의 확장으로 IP당 발생하는 매출도 늘었기 때문이다. 기존 콘텐츠의 리셀링에 집중하는 경쟁사와 달리 동사는 오리지널 IP 확보에 주력하고 있어 단기적으로 IP 확보에 따른 비용은 크게 발생할 수 있으나 시간이 지날수록 마진율은 점차 개선되는 흐름을 보여주고 있다. 또한 자체 플랫폼과 함께 모회사인 텐센트의 플랫폼을 활용해 경쟁사 대비 상대적으로 콘텐츠 유통 수수료도 낮다. 회사에 따르면 중국 웹소설 작가들의 차이나 리터러처 플랫폼에 대한 높은 의존도도 최근 수익 배분율 계약에서 유리하게 작용하고 있는 추세이다. 실제 차이나 리터러처의 매출 대비 일반 관리비(마케팅비 제외) 비중은 2015년 22%에서 2016, 2017년 16%대로, 2018년에는 14.4%로 낮아지며 수익성이 개선되고 있다.

특히 2018년 8월 TV 드라마/영화 제작사인 New Classics Media 인수 이후 IP 관련 매출 비중은 큰 폭으로 늘었다(2017년 9% → 2018년 20%). 기존에 확보한 IP의 2차, 3차 매출 발생으로 영업 레버리지 효과가 발생하고 있는 것으로 추정된다. 경쟁사 대비 높은 콘텐츠 보유량과 지속적인 IP 확보 노력을 고려하면 향후에도 수익성은 견조한 수준에서 유지될 수 있을 전망이다.

Figure 79 차이나 리터러처 손익계산서 (단위: 백만위안)

	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	466.2	1,606.6	2,556.9	4,095.1	5,038.2
온라인 출판	453.0	970.9	1,974.1	3,490.0	3,827.9
자체 플랫폼	316.6	590.8	1,057.6	1,943.0	2,213.1
텐센트 채널	125.4	198.0	666.4	1,081.9	951.8
3자 마켓	11.0	182.1	250.0	465.1	663.1
IP 활용 부가가치	12.2	162.7	247.4	385.6	1,003.0
오프라인 서적 출판		228.5	224.0		
기타	1.1	244.4	111.4	219.4	207.3
YoY Growth rate					
매출액		244.6%	59.1%	60.2%	23.0%
온라인 출판		114.3%	103.3%	76.8%	9.7%
자체 플랫폼		86.6%	79.0%	83.7%	13.9%
텐센트 채널		57.9%	236.7%	62.3%	−12.0%
3자 마켓		1561.9%	37.2%	86.0%	42.6%
IP 활용 부가가치		1239.5%	52.0%	55.9%	160.1%
오프라인 서적 출판			−2.0%		
기타		22,959.4%	−54.4%	97.0%	−5.5%
매출원가	264.0	1,026.1	1,502.0	2,019.6	2,480.3
% of sales	56.6%	63.9%	58.7%	49.3%	49.2%
기타영업이익		47.4	48.3	32.6	44.8
영업비용	198.3	906.6	1,256.7	1,650.9	1,857.7
일반판매관리비	198.1	895.2	1,155.4	1,649.4	2,019.6
% of sales	42.5%	55.7%	45.2%	40.3%	40.1%
마케팅비	127.2	539.6	734.2	965.1	1,293.1
YoY		324.2%	36.1%	31.5%	34.0%
일반관리비	70.9	355.5	421.3	684.3	726.5
% of sales	15.2%	22.1%	16.5%	16.7%	14.4%
기타영업비용	0.2	11.4	101.3	1.6	−161.9
% of sales	0.0%	0.7%	4.0%	0.0%	−3.2%
영업이익	3.9	−278.7	−153.6	457.1	745.1
영업이익률	0.8%	−17.3%	−6.0%	11.2%	14.8%
순이익	−21.1	−347.6	36.7	556.1	910.6
순이익률	−4.5%	−21.6%	1.4%	13.6%	18.1%

Source: China Literature, KTB투자증권

VI-2. 카카오페이지, 상장 절차 돌입

1) 주관사 선정 완료. 2020년경 상장 전망

카카오페이지의 전신인 ㈜포도트리는 2013년 4월부터 카카오와 함께 카카오페이지 서비스를 운영하던 회사다. 2015년 12월, 카카오는 포도트리의 지분 49.7%를 확보하며 자회사 편입을 결정했다. 이후 2016년 5월 카카오는 다음 포털의 웹툰 서비스 플랫폼을 '다음웹툰컴퍼니' 라는 사내독립기업(CIC, Company in company) 형태로 분사시키고, 포도트리의 CIC로 전환시켰다. 이어 2018년 포도트리는 사명을 카카오페이지로 변경했다.

카카오페이지는 카카오의 여러 비즈니스 중 가장 빠른 성장을 기록하고 있는 부문 중 하나다. 카카오페이지의 2018년 매출은 1,876억원으로 전년대비 무려 58.4% 성장했고, 영업이익률 또한 2017년 2.8%에서 2018년 6.7%로 상승하며 빠르게 개선 중이다. 이러한 성장을 기반으로 카카오페이지(포도트리)는 2016년 12월 앵커에퀴티파트너스 컨소시엄(싱가포르 국부펀드 GIC 등 참여)으로부터 1,250억원의 시리즈D 투자를 유치하기도 했다. 당시 카카오페이지가 평가 받았던 기업 가치는 약 5,100억원이었다.

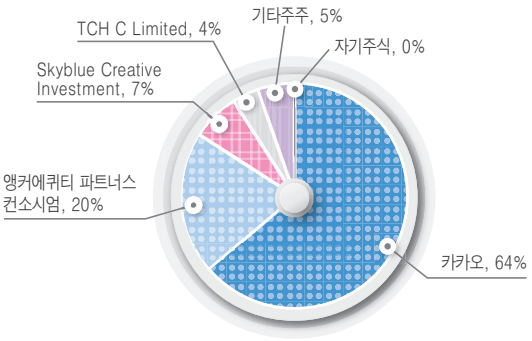
최근 카카오페이지는 상장 대표주관사를 선정하고 본격적인 상장 준비에 착수했다. 마지막 외부 투자 유치 시점으로부터 2년 6개월의 시간이 지났고, 동 기간 거래액과 매출액, 영업이익이 큰 폭으로 개선된 점을 고려하면 카카오페이지의 기업 가치는 대폭 향상되었을 것으로 추정된다. 아직은 상장 준비 초기 단계로 정확한 상장 시점은 미정이나, 점차 윤곽이 드러날 전망이다. 이에 당사는 카카오페이지의 2019, 2020년 실적을 약식으로 추정하고, 이를 토대로 적정 가치를 산출해 보았다.

Figure 80 **카카오페이지 주요 연혁**

시기	내용
2010.07	㈜포도트리 창립(카카오페이지의 전신)
2013.04	모바일 콘텐츠 오픈마켓 플랫폼 '카카오페이지' 런칭
2013.09	만화/소설 중심으로 카카오페이지 사업 모델 변경
2014.10	'기다리면 무료' 비즈니스 모델 도입
2015.01	노블코믹스 사업 본격화(소설 기반의 웹툰 제작 사업)
2015.12	㈜포도트리, 카카오 자회사로 편입
2016.05	다음웹툰컴퍼니가 ㈜포도트리 사내독립기업(CIC)으로 출범
2016.12	글로벌 PEF 앵커에쿼티파트너스로부터 1,250억원 규모의 투자 유치
	2016년 연간 거래액 1,000억원 돌파
2017.01	'텐센트 동만'과 직계약으로 해외 진출 본격화. 카카오페이지와 다음웹툰 20개의 작품 중국 진출
2017.06	광고와 콘텐츠를 결합한 '캐시프렌즈' 오픈
2018.01	카카오페이지에 영화/방송 VoD 서비스 도입
2018.08	㈜포도트리, 카카오페이지로 사명 변경
2018.12	2018년 연간 거래액 2,000억원 돌파
	인도네시아 1위 웹툰 플랫폼 '네오바자르' 인수
2019년 이후	상장 계획

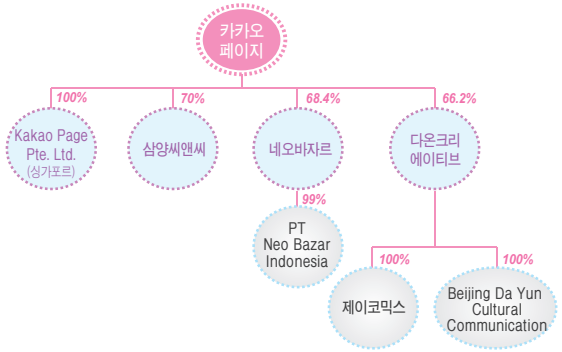
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 81 카카오페이지 주주 구성



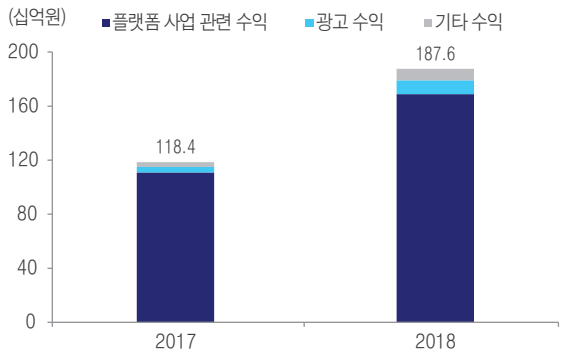
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 82 카카오페이지 기업 구조



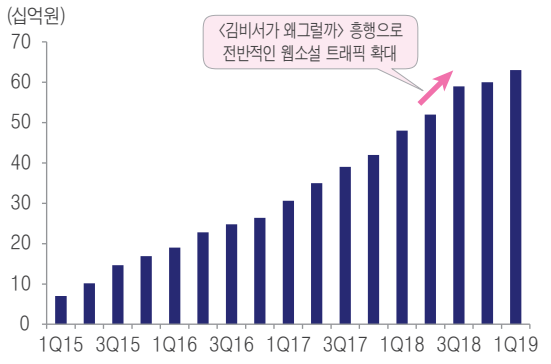
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 83 카카오페이지 부문별 매출액 추이



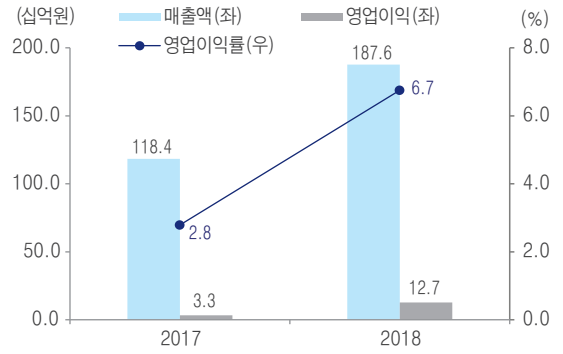
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 84 카카오페이지 분기 거래액 추이



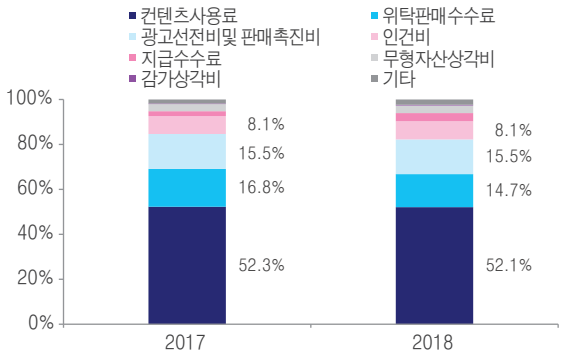
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 85 카카오페이지 연간 실적 추이



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 86 카카오페이지 매출 대비 주요 영업비용 비중



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

2) 카카오페이지, 수익성 개선 시작

'기다리면 무료' 비즈니스 모델 도입 후 대폭 성장한 거래액을 기반으로 카카오페이지는 본격적인 이익 창출을 시작했다. 카카오페이지의 2017년 매출액은 1,184억원, 영업이익은 33억원으로 영업이익률은 2.8%에 불과했으나, 2018년 매출액은 1,876억원(YoY 58%), 영업이익은 127억원(YoY 284%), 영업이익률은 6.7%로 개선되며 향후 실적 성장에 대한 기대감이 높아지고 있다.

현재 카카오페이지 매출의 대부분은 플랫폼 사업 관련 수익에서 나오고 있다. 광고와 기타 수익 비중은 전체의 9% 수준에 불과하다. 대부분의 매출이 카카오페이지 내 유료 콘텐츠 결제로부터 발생하고 있는 것으로 파악된다. 영업비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 항목은 콘텐츠 사용료(매출 대비 49%)와 위탁판매 수수료(매출 대비 14%), 광고선전비 및 판매촉진비(매출 대비 14%)이다. 콘텐츠 사용료는 매출 발생 시 CP(Contents Provider) 업체에 지급하는 수수료인 것으로 파악되며, 광고선전비 및 판매촉진비는 카카오페이지 사용성 확대를 위한 브랜드 마케팅 등에 이용되는 것으로 추정된다.

카카오페이지의 수익성 개선은 매출 변동비 감소 영향이 가장 컸다. 콘텐츠 사용료의 매출 대비 비중은 2017년 50.8%에서 2018년 48.6%로 2.2%p 감소했다. 초기에는 CP 업체(작가 수익 배분 포함)에 지급하는 배분율이 다음 웹툰의 경우 최대 90%까지 높았으나, '기다리면 무료' 도입 이후 작품 판매율이 눈에 띄게 좋아지면서 최근 CP 업체 수익배분율은 과거 대비 낮아지고 있는 것으로 추정된다. 광고선전비 및 판매촉진비 비중도 0.7%p 줄었다. 후발주자(다음웹툰의 서비스 개시 시기는 2003년이나 카카오페이지는 2014년 영업 시작)로 브랜드 인지도 상승을 위한 마케팅비가 소요되고 있으나 이미 거래액이 큰 폭 증가하고 있어 향후 증가율은 과거 대비 낮아질 것으로 전망된다.

3) 국내 만화/출판 시장 성장과 디지털 침투율 상승 지속 전망

한국콘텐츠진흥원에 따르면 2017년 국내 인터넷/모바일 만화 콘텐츠 서비스업 시장은 전년대비 37%, 인터넷/모바일 전자출판 서비스업 시장은 전년대비 16% 성장했다. 웹툰과 웹소설을 포함하여 2017년 카카오페이지의 전체 거래액은 전년대비 58% 성장해 시장 성장률을 크게 상회했다. 점유율이 높아지고 있다는 뜻이다. 카카오페이지의 2018년 거래액 역시 전년대비 49% 증가하며 견조한 성장세가 이어졌다. 2019, 2020년에도 카카오페이지의 성장은 지속될 전망이다. 국내 만화/출판 시장 내 디지털 침투율이 지속적으로 높아질 것으로 전망되고, 카카오페이지의 시장 점유율도 상승 추세에 있기 때문이다.

당사는 2019, 2020년 국내 디지털 만화 시장이 전년대비 28%, 22% 성장할 것으로 전망한다. 2017, 2018년 고성장기를 지나 성장률은 둔화될 전망이나, 디지털 침투율은 2018년 49%에서 2019년 56%, 2020년 62%로 빠르게 상승할 것으로 전망한다. 2019, 2020년 국내 디지털 출판 시장은 각각 전년대비 18%, 20% 성장하며 오히려 성장이 가속화될 것으로 전망한다. 출판 시장 내 디지털 침투율은 2018년 8.1%에서 2019년 9.4%, 2020년 11.2%로 점차 상승할 것으로 전망한다.

4) 2019, 2020년 국내 디지털 만화/출판 시장 내 카카오페이지 점유율 41%, 46% 전망

2018년 기준 카카오페이지의 국내 디지털 만화/출판 시장 내 거래액 점유율은 35.7% 수준이었던 것으로 추정한다. 디지털 출판 시장 내 전자책 시장을 제할 경우 점유율은 보다 높을 수 있다. 2019, 2020년에도 카카오페이지의 거래액 점유율은 41%, 46%로 증가할 것으로 전망한다. 2019년 디지털 만화/출판 시장 성장률은 21.6%로 전년과 유사한 수준일 것으로 전망되는 한편 1Q19 기준 카카오페이지의 거래액(630억원)이 전년동기대비 31.3% 증가한 점도 점유율 상승을 뒷받침한다.

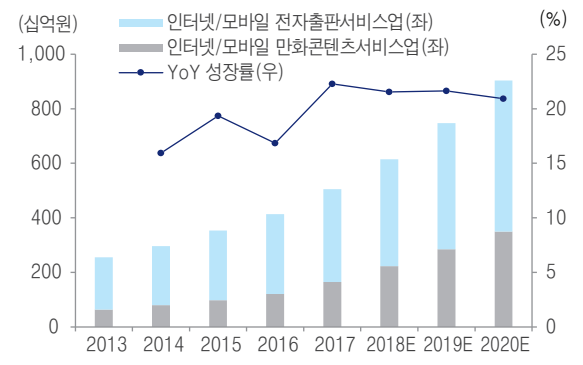
카카오페이지의 거래액 대비 매출액은 약 77%로 동 수준이 유지되고, 광고와 기타 부문 역시 일정 수준의 성장을 가정할 경우 카카오페이지의 매출액은 2019년 2,597억원(YoY 38%), 2020년 3,476억원(YoY 34%)으로 증가할 것으로 전망된다.

Figure 87 카카오페이지 매출 추정의 주요 가정 (단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
전체 만화(소매) 시장	275.6	294.9	318.0	335.6	391.1	453.4	508.8	566.0
오프라인 만화(소매) 시장	212.4	215.2	219.6	214.7	226.0	230.5	223.6	216.9
인터넷/모바일 만화콘텐츠서비스업 (a)	63.2	79.6	98.3	120.9	165.1	222.8	285.2	349.1
YoY 성장률		26.0%	23.5%	23.0%	36.5%	35.0%	28.0%	22.4%
인터넷/모바일 침투율	22.9%	27.0%	30.9%	36.0%	42.2%	49.2%	56.1%	61.7%
전체 출판(소매) 시장	5,338.8	5,259.5	5,266.4	5,267.9	5,229.2	5,231.3	5,350.2	5,491.4
오프라인 출판(소매) 시장	5,146.3	5,042.7	5,011.0	4,975.4	4,888.8	4,839.9	4,888.3	4,937.2
인터넷/모바일 전자출판서비스업 (b)	192.5	216.8	255.5	292.5	340.4	391.4	461.9	554.2
YoY 성장률		12.6%	17.8%	14.5%	16.4%	15.0%	18.0%	20.0%
인터넷/모바일 침투율	3.7%	4.3%	5.1%	5.9%	7.0%	8.1%	9.4%	11.2%
인터넷/모바일 만화콘텐츠, 전자출판서비스업 (a) + (b)	255.7	296.4	353.8	413.4	505.4	614.3	747.1	903.4
YoY 성장률		15.9%	19.3%	16.8%	22.3%	21.5%	21.6%	20.9%
카카오페이지 거래액	1.7	13.0	48.7	93.0	146.6	219.0	306.4	412.4
카카오페이지 거래액 점유율	0.7%	4.4%	13.8%	22.5%	29.0%	35.7%	41.0%	45.6%
카카오페이지 플랫폼 사업 관련 매출액					110.9	168.9	235.7	317.2
카카오페이지 매출액/거래액					75.6%	77.1%	76.9%	76.9%

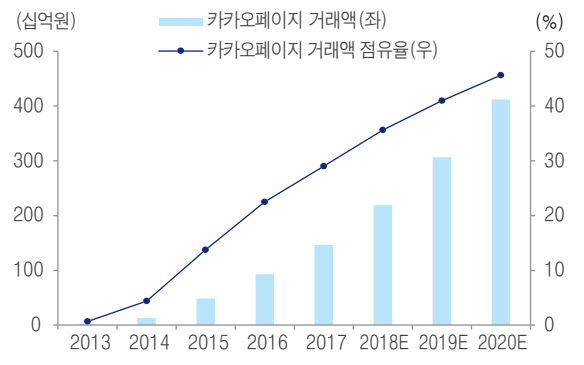
Source: 한국콘텐츠진흥원, 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 88 국내 디지털 만화/출판 시장 성장 전망



Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Figure 89 카카오페이지 거래액 및 점유율 전망



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

5) 카카오페이지 2020년 영업이익 472억원, 당기순이익 390억원 전망

앞서 추정한 매출 성장에 주요 비용 항목을 가정하여 카카오페이지 실적을 추정했다. 우선 인건비와 광고선전비 및 판매촉진비는 전년대비 각각 20%, 15% 증가를 가정했다. 카카오페이지는 한 때 브랜드 인지도 향상을 위해 배우 박보검을 기용, TV CF도 진행했으나 최근 가파르게 증가한 거래액을 고려하면 향후 광고선전비 증가율은 낮아질 것으로 전망된다.

콘텐츠 사용료와 위탁 판매 수수료는 매출 변동비로 매출 대비 비중은 2018년과 동일하게 유지된다고 가정했다. 이외 감가상각비, 무형자산상각비 및 기타 영업비용의 비중은 크지 않다.

동 가정 하에서 카카오페이지의 영업이익은 2018년 127억원(YoY 283%)에서 2019년 280억원(YoY 129%), 2020년 472억원(YoY 69%)으로 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 영업이익률은 2019년 10.8%, 2020년 13.6%로 2017년 2.8%, 2018년 6.7%에서 점차 개선될 것으로 예상된다.

6) 결론: 카카오페이지, 2020년 기준 적정 가치 1.6조원 전망

카카오페이지 적정 가치 산출을 위해 차이나 리터러처의 2018년 기준 밸류에이션을 차용했다. 해당 연도는 차이나 리터러처의 높았던 성장률(2016, 2017년 매출 성장률 59%, 60%)이 둔화되었던 시기(2018년 매출 성장률 23%)로 2019, 2020년 카카오페이지의 매출 성장률 트렌드(2018년 58%, 2019년 38%, 2020년 34% 전망)와 유사한 시기라고 판단한다. 반면 차이나 리터러처의 수익성은 개선되던 시기였다. 차이나 리터러처의 영업이익률은 2016년 -6%에서 2017년 11.2%, 2018년 14.8%로 개선되었다. 이 역시 앞서 가정한 카카오페이지의 2019, 2020년 영업이익률 전망과 흐름이 일치한다고 판단한다.

차이나 리터러처의 2018년 PSR은 5.7배, PER은 31.6배에서 형성되었다. 이를 카카오페이지의 2020년 매출액과 당기순이익에 적용할 경우 적정 가치는 최대 2조원, 최소 1.2조원으로 추정된다. 두 밸류에이션의 평균 값을 적용, 카카오페이지의 적정 가치를 1.6조원으로 추정하여 카카오 SoTP 밸류에이션에 새롭게 적용하였다.

Figure 90 차이나 리터러처 valuation

	Mkt Cap.	Performance (%)			PER (X)			PBR (X)			PSR (X)			EV/EBITDA (X)		
	(백만달러)	1M	3M	YTD	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
China Literature Ltd	4,756.1	14.1	-2.4	0.1	31.6	24.1	18.6	1.6	1.6	1.5	5.7	3.8	3.2	16.6	13.4	10.1
IReader Technology Co Ltd	898.3	-2.7	-29.4	-13.4	50.8	32.8	31.6	6.4	4.9	4.3	3.8	2.5	2.2	54.7	25.4	20.5
Alibaba Group Holding Ltd	453,516.0	8.9	-7.1	27.1	45.1	32.7	25.4	6.4	6.5	4.9	8.4	8.3	6.2	21.1	25.2	20.0
Tencent Holdings Ltd	442,864.2	10.5	-8.1	15.7	33.1	32.8	26.7	8.1	7.2	5.7	8.3	7.7	6.1	32.0	23.0	18.9

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 91 카카오페이지 손익 추정 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E
매출액	118.4	187.6	259.7	347.6
플랫폼 사업 관련 수익	110.9	168.9	235.7	317.2
광고 수익	4.0	10.1	13.6	18.0
기타 수익	3.5	8.6	10.3	12.4
YoY Growth rate				
매출액		58.4%	38.4%	33.9%
플랫폼 사업 관련 수익		52.3%	39.6%	34.6%
광고 수익		152.8%	35.0%	32.0%
기타 수익		144.1%	20.0%	20.0%
영업비용	115.1	174.9	231.7	300.4
인건비	9.3	14.2	17.1	20.5
YoY		53.4%	20.0%	20.0%
컨텐츠사용료	60.1	91.2	126.2	168.9
% of sales	50.8%	48.6%	48.6%	48.6%
위탁판매수수료	19.4	25.6	35.5	47.5
% of sales	16.4%	13.7%	13.7%	13.7%
지급수수료	2.4	6.4	8.8	11.8
% of sales	2.0%	3.4%	3.4%	3.4%
광고선전비 및 판매촉진비	17.9	27.0	31.1	35.8
YoY		51.2%	15.0%	15.0%
감가상각비	0.3	0.7	0.8	0.9
YoY		103.5%	15.0%	15.0%
무형자산상각비	3.7	5.8	6.9	8.3
YoY		56.9%	20.0%	20.0%
기타	2.0	4.0	5.3	6.7
% of sales	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%
영업이익	3.3	12.7	28.0	47.2
영업이익률	2.8%	6.7%	10.8%	13.6%
금융수익	1.8	1.1	1.1	1.1
금융비용	0.1	0.2	0.2	0.2
기타수익	0.7	1.4	1.4	1.4
기타비용	0.8	10.2	0.8	0.8
지분법이익	−3.1	−7.5	0.0	0.0
세전이익	1.9	−2.7	29.5	48.7
법인세비용	−1.4	1.5	5.9	9.7
tax rate	−75.4%	−54.5%	20.0%	20.0%
당기순이익	3.4	−4.2	23.6	39.0
순이익률	2.8%	−2.2%	9.1%	11.2%

Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 92 카카오페이지 적정 가치 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
카카오페이지 2020년 매출액	347.6	당사 추정 기반
Target PSR	5.7x	China Literature의 2018년 PSR 적용
적정 시총 (a)	1,981.2	
카카오페이지 2020년 당기순이익	39.0	당사 추정 기반
Target PER	31.6x	China Literature의 2018년 PER 적용
적정 시총 (b)	1,231.3	
(a)와 (b)의 평균	1,606.3	카카오 SoTP 밸류에이션에 반영

Source: KTB투자증권

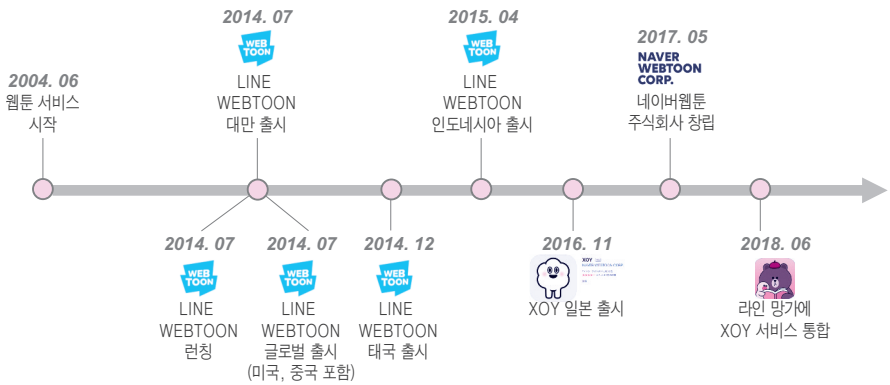
VI-3. 네이버 웹툰, 본격적인 이익 창출 시 기업 가치 확대 전망

카카오페이지의 적정 가치 추정과 같이 네이버 웹툰도 본격적인 이익 창출 시 기업 가치는 대폭 확대될 수 있다. 네이버웹툰주식회사의 2018년 매출액은 722억원, 영업적자는 541억원으로 아직까지 대규모 적자가 지속되고 있다. 그러나 이는 해외 사업 확대를 위한 마케팅비 지출 영향이며 해외 대부분의 지역에서 만화 앱 매출 1위를 달성하고 있어 투자 성과는 점차 가시화 되고 있기 때문이다.

네이버웹툰주식회사는 2017년 5월 네이버로부터 분사되어 감사보고서에서 연간 매출 추이를 정확히 추산하기는 어려우나, 웹툰 매출이 포함된 네이버의 콘텐츠 플랫폼 매출이 2016년 1,032억원에서 2017년 1,015억원(YoY -2%), 2018년 1,258억원(YoY 24%)이었던 점을 고려하면 2018년부터 본격적인 매출 성장이 시작된 것으로 추측할 수 있다. 국내 네이버 시리즈 서비스에 새로운 수익 모델 '너에게만 무료'를 탑재한 시기도 2018년 9월이었다. 해외 주요 지역의 라인 웹툰 서비스에도 2018년 하반기부터 본격적인 수익 모델이 도입된 것으로 파악된다.

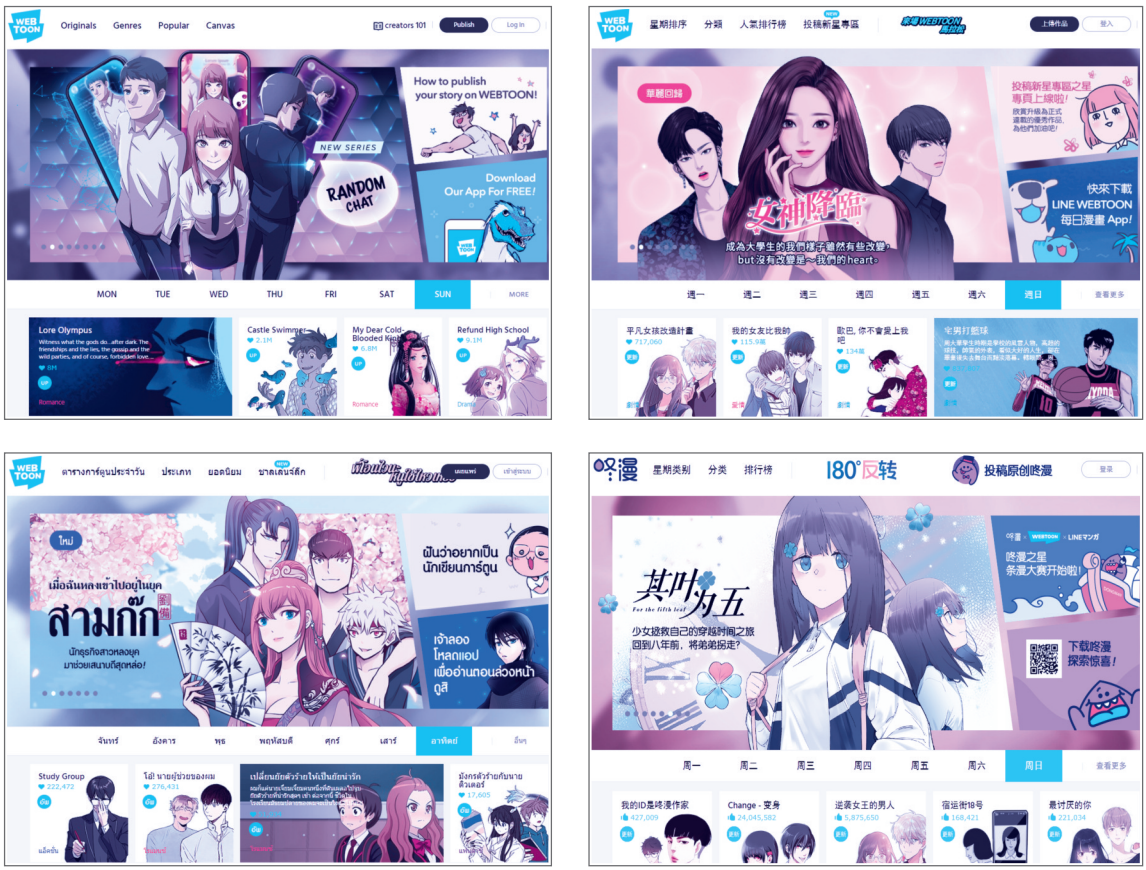
네이버 웹툰 매출은 대부분 순매출(수익 배분 후 매출 인식)로 구성되어 있어 시장 점유율 추정과 카카오페이지와의 직접적인 매출 규모 비교는 어렵다. 다만 네이버 시리즈(웹소설 중심) 서비스를 제외한 네이버 웹툰 서비스 트래픽이 카카오페이지와 다음 웹툰 대비 압도적으로 높은 점을 고려하면 본격적인 수익화 시 이익 창출의 잠재력은 높다고 판단한다.

Figure 93 네이버웹툰 주요 history



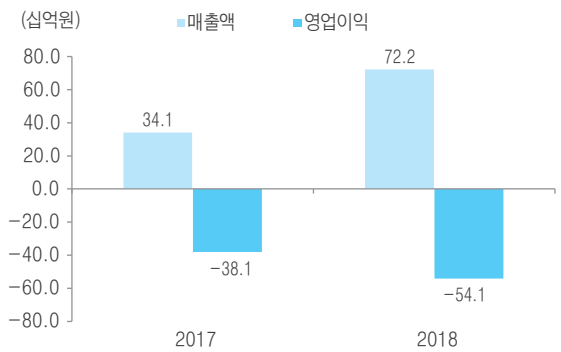
Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

Figure 94 라인 웹툰, 영어/중국어(간체/번체)/인도네시아어/태국어로 서비스 중



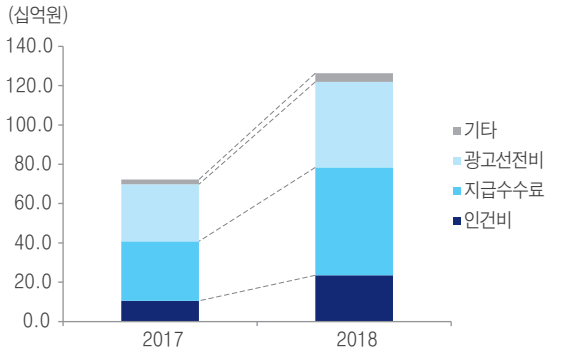
Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

Figure 95 네이버웹툰 실적 추이(17년은 5~12월분)



Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

Figure 96 네이버웹툰 주요 비용 추이



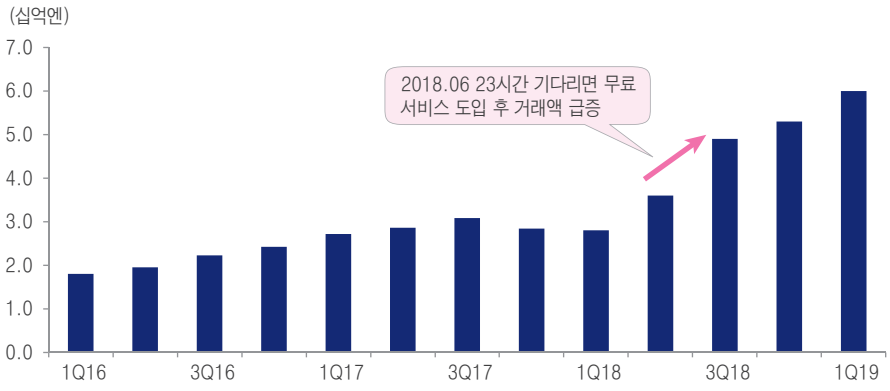
Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

VI-4. 라인 망가와 픽코마, 거래액 증가 추세 지속 전망

마지막으로, 라인 망가와 픽코마의 적정 가치도 지속적으로 상승할 것으로 전망한다. 라인 망가는 라인의 사업부 중 하나로 구성되어 있어 이익 규모는 확인하기 어렵고, 픽코마는 아직까지 적자가 이어지고 있으나 두 서비스의 거래액은 급격하게 증가하고 있기 때문이다. 세계 최대 만화 시장인 일본에서 사업을 영위하는 점을 고려해도 성장 잠재력은 높다.

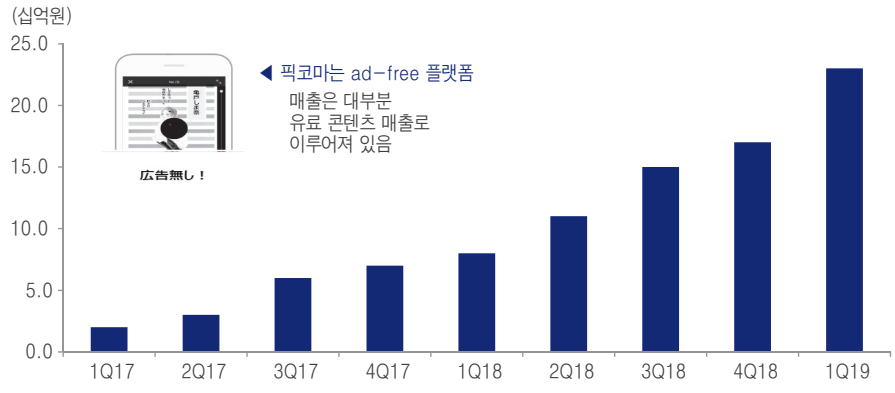
특히 라인 망가는 일본 디지털 만화 앱 1위 사업자로 2018년 거래액은 166억엔, 2018년 매출액은 218억엔(모바일인덱스 재팬 추정)에 달했다. 매출 규모만 놓고 보면 2018년 카카오페이지의 매출액 1,876억원을 넘어서는 수준이다. 다만 라인의 경우 핀테크 부문의 대규모 적자가 이어지고 있어 부문별 이익 추정을 통한 SoTP 밸류에이션이 쉽지 않다. 이에 아직까지 라인 망가의 가치를 명확하게 밸류에이션에 반영하기는 어려우나, 성장 잠재력을 고려하면 장기적 관점에서 사업 가치는 지속적으로 상승할 것으로 전망된다. 2021년 일본 상장 예정인 픽코마 역시 거래액 증가와 함께 기업 가치 상승이 이어질 것으로 예상한다.

Figure 97 라인 망가 분기 거래액 추이



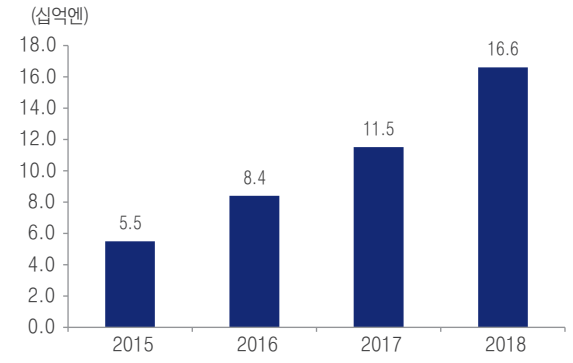
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 98 픽코마 분기 매출액 추이



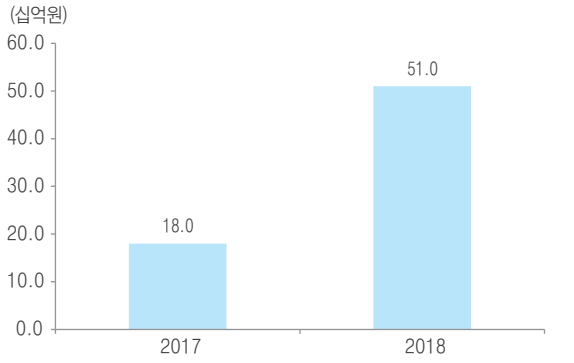
Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 99 라인 망가 연간 거래액 추이



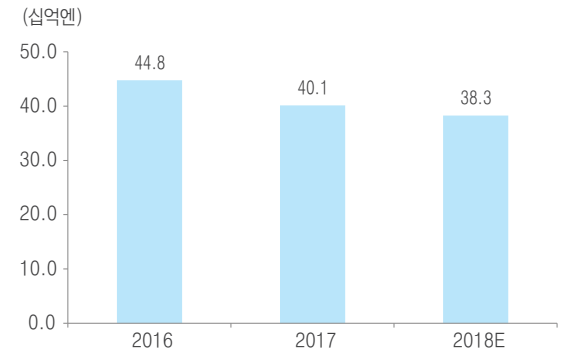
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 100 픽코마 연간 매출액 추이



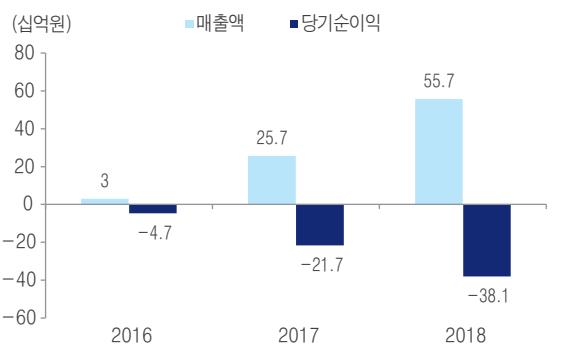
Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 101 라인 컨텐츠 부문 연간 매출액 추이



Source: LINE Corp, KTB투자증권
Note: 게임, 뮤직 등 포함

Figure 102 카카오 재팬 실적 추이



Source: 카카오, KTB투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

VII. 종목별 투자의견

NAVER(035420)

카카오(035720) _ *Top pick*

디앤씨미디어(263720)

China Literature(772 HK) _ *해외기업 분석*



NAVER
(035420)

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		유지
목표주가	120,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(7/19)	122,500원
예상 주가상승률	-2.0%
시가총액	201,896억원
비중(KOSPI내)	1.47%
발행주식수	164,813천주
52주 최저가/최고가	106,500 - 156,021원
3개월 일평균거래대금	543억원
외국인 지분율	58.6%
주요주주지분율(%)	
자사주 (외 1인)	11.8
국민연금공단 (외 1인)	10.5
BlackRock Fund Advisors (외 14인)	5.0

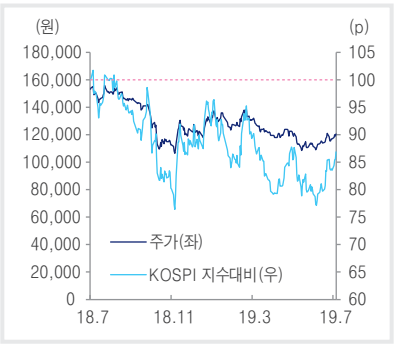
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	31.0	42.4	28.6
PBR(배)	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA(배)	14.3	15.6	11.7
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.3

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	11.4	(10.9)	(20.0)	0.4
KOSPI대비 상대수익률	12.8	(9.5)	(11.8)	(2.2)

Price Trend



흙 속의 진주, 네이버 웹툰

Issue
중장기적으로 네이버 웹툰 가치 높게 평가

Pitch
- 네이버 웹툰은 압도적인 국내 트래픽과 글로벌 주요 국가 매출 1위 지위 보유. 대부분의 지역은 18년 하반기부터 수익화를 시작해 현재는 매출 발생 초기 단계, 적자 지속 중이나 중장기적으로는 사업 가치 확대 전망

- 다만 동사 주가는 라인이 발목을 잡고 있는 상황. 단기적으로는 라인 주가 반등이 동사 주가 반등에도 가장 중요. 라인 주가 반등을 위해서는 라인 페이 가입자 수 및 거래대금 증가 추세 확인이 필요. SoTP 방식을 통해 산출한 TP 12만원과 HOLD 투자의견 유지

Rationale
- 네이버 웹툰은 월평균 UV 1.2억명, PV 13억 view 등 국내 최대 트래픽을 보유한 웹툰 플랫폼. 그러나 네이버웹툰주식회사의 2018년 매출액은 722억원, 영업이익은 -541억원으로 아직까지 대규모 적자 기록 중

- 그러나 이는 해외 사업 확대를 위한 마케팅비 지출 영향이며, 해외 대부분의 지역에서 만화 앱 매출 1위를 달성하고 있어 투자에 대한 성과는 점차 가시화 되고 있다는 판단. 본격적인 수익화 시 이익 창출 잠재력은 높다고 판단

- 라인 망가는 일본 디지털 만화 앱 1위 사업자. 2018년 거래액은 166억엔, 2018년 매출액은 218억엔(모바일인덱스 재팬 추정) 기록. 매출 규모만 놓고 보면 2018년 카카오페이지의 매출액 1,876억원을 넘어서는 수준

- 그러나 라인은 핀테크 부문의 대규모 적자가 이어지고 있고 부문별 이익 추정이 어려워 라인 망가 가치 또한 밸류에이션에 반영이 어려움. 라인 주가 상승을 위해서는 현재 대규모 투자비가 지출되고 있는 핀테크 부문 성과 확인이 가장 중요

- 따라서 동사 주가 역시 당분간은 횡보할 가능성이 높음. 다만 네이버 웹툰(국내)와 라인 웹툰(글로벌), 라인 망가의 수익화가 이제 막 시작되었고 소기의 성과를 거두고 있는 만큼 장기적으로는 웹툰 사업 가치가 주가에 반영될 것으로 기대

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	4,678	5,587	6,553	7,419	8,050	8,614	9,175
영업이익	1,179	943	767	1,059	1,278	1,435	1,566
EBITDA	1,385	1,204	1,108	1,467	1,753	1,977	2,172
순이익	770	628	457	754	952	1,094	1,211
순차입금	(3,182)	(2,897)	(2,924)	(3,068)	(3,388)	(3,842)	(4,401)
매출증가율	16.3	19.4	17.3	13.2	8.5	7.0	6.5
영업이익률	25.2	16.9	11.7	14.3	15.9	16.7	17.1
순이익률	16.5	11.2	7.0	10.2	11.8	12.7	13.2
EPS증가율	3.1	(16.1)	(26.7)	48.4	26.3	15.0	10.7
ROE	18.4	12.6	8.4	12.6	14.1	14.3	14.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 NAVER SoTP 밸류에이션 (단위: 십억원)

구분	내용	주요 가정
12MF 포털 세후 영업이익	863.3	네이버 주요 사업 부문 세후 영업이익 기준
Target multiple	16.2x	알파벳 12MF PER 19배를 15% 할인 적용
포털 적정가치	13,942.4	
12MF 라인 매출액	2,693.9	
Target PSR	3.0x	카카오 12MF PSR 3.3배를 10% 할인 적용
라인 적정가치	8,000.9	현재 라인 시총 7.8조원과 유사한 수준
NAVER 보유 라인 지분율	60.4%	CB 및 스톡옵션 희석 효과 반영
할인율	20.0%	
라인 지분가치	3,866.0	
순현금	534.7	1분기 말 별도 기준
자사주	2,010.7	현재 주가 기준
합계	20,353.8	
주식 수 (천주)	164,813	
적정 주가(원)	123,496	
목표 주가(원)	120,000	반올림 적용
현재 주가(원)	122,500	
상승 여력	-2.0%	

Source: KTB투자증권

Figure 02 NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,510.9	1,603.6	1,658.8	1,779.8	4,678.5	5,586.9	6,553.2
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	142.2	158.6	148.3	167.0	529.4	573.0	616.1
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	658.5	669.3	685.1	692.7	720.1	2,157.7	2,475.7	2,767.1
IT플랫폼	72.5	86.4	91.4	105.6	99.2	113.4	121.0	134.2	217.8	355.9	467.8
콘텐츠서비스	29.6	31.0	33.2	32.0	35.0	37.2	38.5	44.2	101.5	125.8	155.0
LINE 및 기타플랫폼	481.2	485.9	524.0	565.3	565.1	609.4	658.2	714.4	1,669.0	2,056.4	2,547.0
YoY Growth rate	21.1%	20.8%	16.5%	19.9%	15.4%	17.6%	18.7%	17.4%	16.2%	19.5%	17.3%
광고	18.6%	11.1%	2.4%	3.0%	6.8%	6.7%	9.0%	7.7%	32.5%	8.2%	7.5%
비즈니스플랫폼	16.1%	17.2%	11.5%	14.4%	12.9%	12.0%	13.0%	9.4%	15.7%	14.7%	11.8%
IT플랫폼	67.1%	74.9%	56.0%	59.0%	36.8%	31.2%	32.4%	27.1%	80.7%	63.4%	31.4%
콘텐츠서비스	26.0%	27.0%	32.8%	18.5%	18.2%	20.1%	16.0%	38.2%	-1.6%	23.9%	23.2%
LINE 및 기타플랫폼	22.9%	21.6%	21.2%	26.8%	17.4%	25.4%	25.6%	26.4%	8.8%	23.2%	23.9%
영업비용	1,052.1	1,113.1	1,176.0	1,303.3	1,304.6	1,459.0	1,466.0	1,556.0	3,499.2	4,644.5	5,785.7
플랫폼개발/운영	185.9	192.8	195.9	195.1	218.4	224.4	229.9	235.5	605.6	769.7	908.2
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	277.0	291.3	293.1	312.1	857.2	1,035.5	1,173.5
인프라	57.6	61.3	64.5	69.7	75.8	79.6	83.6	87.7	225.0	253.1	326.7
마케팅	71.0	84.9	82.8	99.5	65.8	73.7	77.4	82.8	242.4	338.2	299.7
LINE 및 기타	497.2	511.9	578.1	660.8	667.6	790.1	782.1	837.9	1,569.0	2,248.0	3,077.7
매출 대비 영업비용 비중	80.4%	81.6%	84.1%	85.9%	86.3%	91.0%	88.4%	87.4%	74.8%	83.1%	88.3%
플랫폼개발/운영	14.2%	14.1%	14.0%	12.9%	14.5%	14.0%	13.9%	13.2%	13.0%	13.8%	13.9%
대행/파트너	18.4%	19.2%	18.2%	18.3%	18.3%	18.2%	17.7%	17.5%	18.3%	18.5%	17.9%
인프라	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%	4.5%	5.0%
마케팅	5.4%	6.2%	5.9%	6.6%	4.4%	4.6%	4.7%	4.7%	5.2%	6.1%	4.6%
LINE 및 기타	38.0%	37.5%	41.4%	43.6%	44.2%	49.3%	47.1%	47.1%	33.6%	40.2%	47.0%
영업이익	257.0	250.5	221.7	213.2	206.3	144.6	192.8	223.8	1,179.2	942.5	767.4
영업이익률	19.6%	18.4%	15.9%	14.1%	13.7%	9.0%	11.6%	12.6%	25.2%	16.9%	11.7%
순이익	153.8	281.7	68.3	132.5	87.6	91.2	127.3	150.6	770.1	627.9	456.7
순이익률	11.7%	20.7%	4.9%	8.7%	5.8%	5.7%	7.7%	8.5%	16.4%	11.4%	7.0%

Source: NAVER, KTB투자증권

Figure 03 LINE Corp 실적 추정 표(원화 기준) (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액(기타 손익 포함)	495.8	578.4	523.2	576.2	565.5	609.4	658.2	714.4	1,883.0	2,173.6	2,547.4
매출액(기타 손익 제외)	481.2	485.8	522.3	559.3	565.3	609.4	658.2	714.4	1,760.5	2,048.6	2,547.2
Core Business	421.4	427.7	449.9	464.5	490.0	520.8	550.5	595.2	1,579.2	1,763.4	2,156.5
커뮤니케이션	73.2	70.2	69.5	68.9	75.9	76.0	72.1	72.0	305.8	281.8	295.9
컨텐츠	91.2	89.7	100.0	97.3	97.0	88.7	100.4	117.1	406.1	378.2	403.2
광고	248.5	260.6	271.4	289.3	305.0	343.5	365.1	392.8	839.7	1,069.9	1,406.4
어카운트 광고	133.1	134.3	140.1	153.3	159.3	170.2	175.3	180.6	452.7	560.7	685.4
디스플레이 광고	90.1	88.0	89.0	90.7	108.6	130.1	147.5	164.2	272.6	357.8	550.3
포털 광고	25.4	38.3	42.3	45.4	37.2	43.2	42.3	48.1	114.4	151.3	170.7
기타	8.5	7.2	8.9	9.0	12.0	12.7	13.0	13.2	27.5	33.6	50.9
Strategic Business	59.8	58.1	72.4	94.9	75.4	88.5	107.7	119.2	181.3	285.2	390.7
라인 프렌즈	33.5	39.3	51.9	69.4	45.6	54.3	71.0	77.3	123.7	194.1	248.2
핀테크/AI/커머스/모바일	26.3	18.8	20.5	25.5	29.8	34.2	36.6	41.9	57.7	91.1	142.5
영업비용	483.1	491.2	559.2	634.4	647.5	770.7	762.7	818.5	1,629.2	2,167.9	2,999.4
결제 수수료 및 라이센싱	72.1	75.2	75.6	81.7	90.0	97.5	102.0	107.9	299.3	304.6	397.3
인건비	133.2	133.2	148.3	153.8	175.7	185.4	188.6	191.8	428.8	568.5	741.4
마케팅비	38.8	44.7	58.2	59.5	76.6	146.2	98.7	107.2	156.0	201.1	428.8
인프라 및 통신비	25.7	23.8	27.0	27.2	27.7	29.8	31.6	34.3	91.8	103.6	123.4
아웃소싱비	78.3	66.9	81.6	88.1	93.0	98.7	104.0	111.4	242.3	314.9	407.1
유무형 감가상각비	23.0	25.1	29.2	32.8	53.0	56.0	57.2	58.3	72.1	110.2	224.5
기타	112.1	122.3	139.2	191.5	131.6	157.0	180.6	207.7	338.9	565.2	676.9
영업이익	-1.3	-3.5	-35.9	-73.1	-81.2	-160.3	-103.4	-103.1	253.8	-113.8	-448.0
영업이익률	-0.3%	-0.7%	-6.9%	-13.1%	-14.4%	-26.3%	-15.7%	-14.4%	14.4%	-5.6%	-17.6%
순이익	-17.8	35.5	-96.7	-125.9	-64.9	-128.3	-82.7	-82.5	84.7	-204.9	-358.4
순이익률	-3.7%	7.3%	-18.5%	-22.5%	-11.5%	-21.0%	-12.6%	-11.5%	4.8%	-10.0%	-14.1%

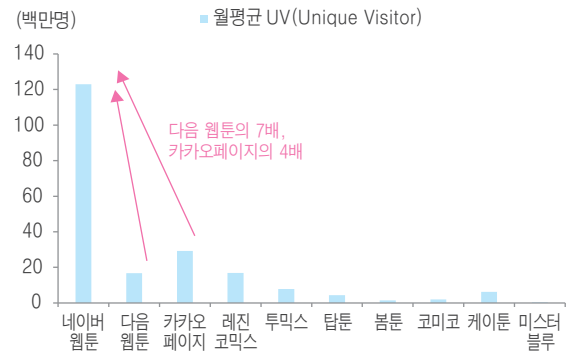
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 04 LINE Corp 실적 추정 표(엔화 기준) (단위: 십억엔)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액(기타 손익 포함)	50.2	60.3	51.9	72.8	55.4	57.5	62.1	67.4	186.3	235.3	242.4
매출액(기타 손익 제외)	48.7	50.6	51.9	56.0	55.3	57.5	62.1	67.4	174.2	207.2	242.3
Core Business	42.7	44.6	44.7	46.5	47.9	49.1	51.9	56.1	156.2	178.4	205.2
커뮤니케이션	7.4	7.3	6.9	6.9	7.4	7.2	6.8	6.8	30.2	28.5	28.2
컨텐츠	9.2	9.3	9.9	9.7	9.5	8.4	9.5	11.1	40.1	38.3	38.4
광고	25.2	27.2	26.9	29.0	29.9	32.4	34.4	37.1	83.1	108.3	133.8
어카운트 광고	13.5	14.0	13.9	15.3	15.6	16.1	16.5	17.0	44.8	56.7	65.2
디스플레이 광고	9.1	9.2	8.8	9.1	10.6	12.3	13.9	15.5	27.0	36.2	52.3
포털 광고	2.6	4.0	4.2	4.5	3.6	4.1	4.0	4.5	11.3	15.3	16.2
기타	0.9	0.8	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	2.7	3.4	4.8
Strategic Business	6.1	6.1	7.2	9.5	7.4	8.3	10.2	11.2	18.0	28.8	37.1
라인 프렌즈	3.4	4.1	5.2	6.9	4.5	5.1	6.7	7.3	12.3	19.6	23.6
핀테크/AI/커머스/모바일	2.7	2.0	2.0	2.6	2.9	3.2	3.5	4.0	5.7	9.2	13.6
영업비용	49.0	51.2	55.5	63.5	63.4	72.7	71.9	77.2	161.4	219.2	285.2
결제 수수료 및 라이센싱	7.3	7.8	7.5	8.2	8.8	9.2	9.6	10.2	29.6	30.8	37.8
인건비	13.5	13.9	14.7	15.4	17.2	17.5	17.8	18.1	42.5	57.5	70.6
마케팅비	3.9	4.7	5.8	5.9	7.5	13.8	9.3	10.1	15.5	20.3	40.7
인프라 및 통신비	2.6	2.5	2.7	2.7	2.7	2.8	3.0	3.2	9.1	10.5	11.7
아웃소싱비	7.9	7.0	8.1	8.8	9.1	9.3	9.8	10.5	24.0	31.8	38.7
유무형 감가상각비	2.3	2.6	2.9	3.3	5.2	5.3	5.4	5.5	7.1	11.1	21.4
기타	11.4	12.8	13.8	19.2	12.9	14.8	17.0	19.6	33.6	57.1	64.3
영업이익	-0.1	-0.4	-3.6	-7.3	-7.9	-15.1	-9.8	-9.7	24.9	-11.4	-42.5
영업이익률	-0.3%	-0.7%	-6.9%	-0.1	-14.4%	-26.3%	-15.7%	-14.4%	14.3%	-5.5%	-17.6%
순이익	-1.8	3.7	-9.6	-12.6	-6.4	-12.1	-7.8	-7.8	8.1	-20.3	-34.0
순이익률	-3.7%	7.3%	-18.5%	-0.2	-11.5%	-21.0%	-12.6%	-11.5%	4.7%	-9.8%	-14.0%

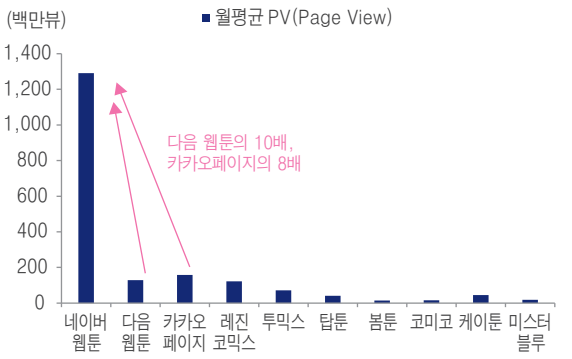
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 05 플랫폼별 월평균 UV(Unique Visitor) 현황(2017)



Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

Figure 06 플랫폼별 월평균 PV(Page View) 현황(2017)



Source: 한국만화영상진흥원, KTB투자증권

Figure 07 네이버, 시리즈 앱에 '너에게만 무료' 서비스 도입



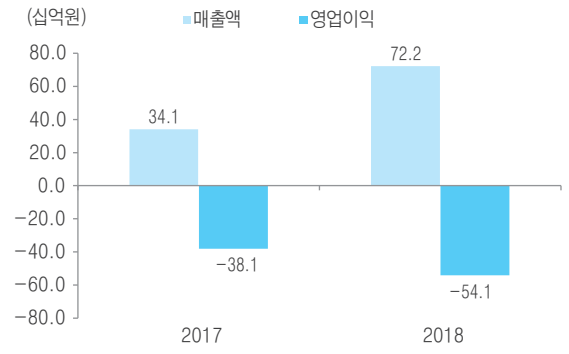
Source: NAVER, KTB투자증권
Note: 웹툰/웹소설, 뮤직, V LIVE 매출 포함

Figure 08 네이버 컨텐츠 플랫폼 분기 매출액 추이



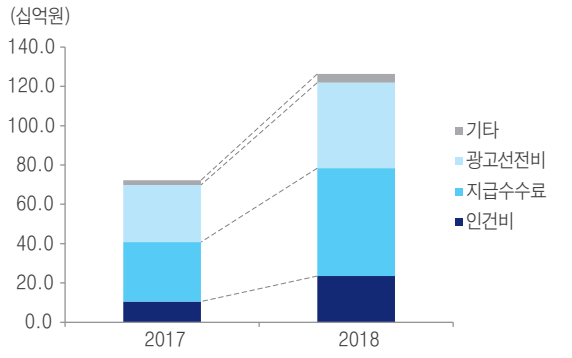
Source: NAVER, KTB투자증권
Note: 웹툰/웹소설, 뮤직, V LIVE 매출 포함

Figure 09 네이버웹툰 실적 추이(17년은 5~12월분)



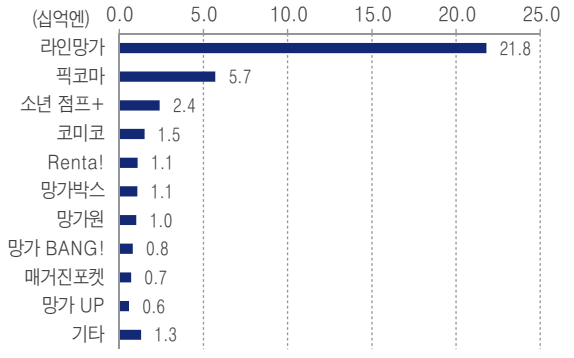
Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

Figure 10 네이버웹툰 주요 비용 추이



Source: 네이버웹툰, KTB투자증권

Figure 11 일본 모바일 만화 앱 매출액 규모(2018)



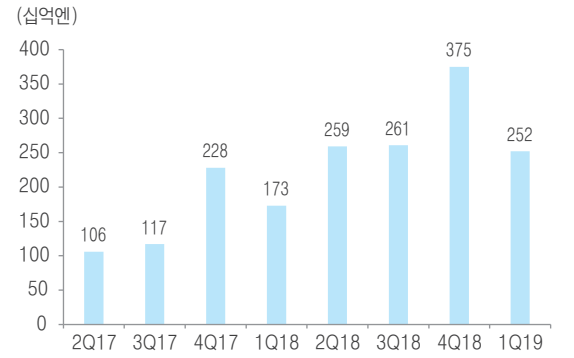
Source: 모바일인덱스(JP) 추정, KTB투자증권

Figure 12 라인 망가 분기 거래액 추이



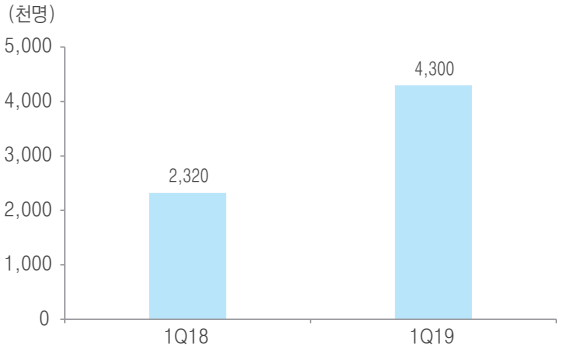
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 13 라인 페이 거래대금 추이



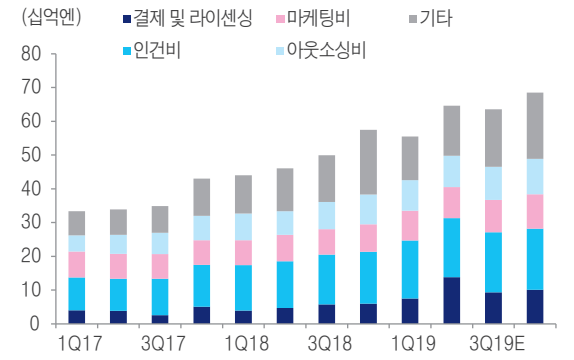
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 14 라인 페이 MAU 현황



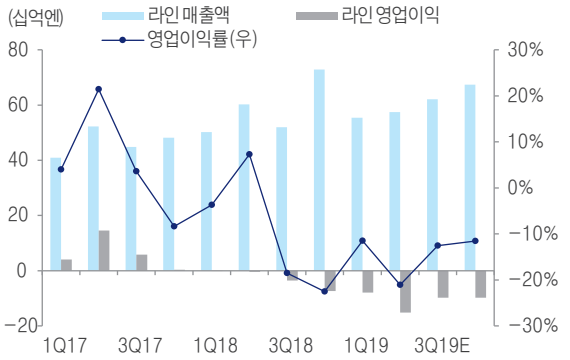
Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 15 라인 부문별 영업비용 추이 및 전망



Source: LINE Corp, KTB투자증권

Figure 16 라인 분기 실적 추이 및 전망



Source: LINE Corp, KTB투자증권

재무제표 (NAVER)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784.2	5,385.6	5,558.6	5,727.8	6,085.6
현금성자산	3,597.3	4,068.8	3,995.8	4,039.9	4,259.3
매출채권	1,014.1	1,079.4	1,307.6	1,424.3	1,553.7
재고자산	36.2	57.4	73.5	80.1	87.3
비유동자산	3,235.0	4,495.6	4,982.9	5,489.7	5,994.3
투자자산	1,745.5	2,731.4	2,842.3	2,957.7	3,077.8
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,782.2	2,127.4	2,470.5
무형자산	339.5	307.0	358.5	404.6	446.0
자산총계	8,019.3	9,881.2	10,541.5	11,217.5	12,079.9
유동부채	2,302.7	2,619.7	2,829.9	2,826.0	2,830.8
매입채무	543.6	594.6	888.1	967.4	1,055.2
유동성이자부채	361.0	357.3	257.3	157.3	57.3
비유동부채	411.3	1,312.4	1,332.2	1,352.9	1,374.4
비유동이자부채	54.5	814.4	814.4	814.4	814.4
부채총계	2,714.1	3,932.1	4,162.1	4,178.8	4,205.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,541.0	1,541.0	1,541.0
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,659.5	6,318.7	7,154.7
자본조정	(1,317.5)	(1,546.4)	(1,546.4)	(1,546.4)	(1,546.4)
자기주식	(1,172.2)	(1,296.7)	(1,296.7)	(1,296.7)	(1,296.7)
자본총계	5,305.2	5,949.1	6,379.4	7,038.6	7,874.6
투하자본	896.2	1,384.0	1,719.6	2,164.2	2,607.5
순차입금	(3,181.7)	(2,897.1)	(2,924.1)	(3,068.2)	(3,387.6)
ROA	10.7	7.0	4.5	6.9	8.2
ROE	18.4	12.6	8.4	12.6	14.1
ROIC	105.9	46.3	33.4	40.9	40.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678.5	5,586.9	6,553.2	7,418.7	8,050.1
증가율 (Y-Y,%)	16.3	19.4	17.3	13.2	8.5
영업이익	1,179.2	942.5	767.4	1,059.0	1,277.8
증가율 (Y-Y,%)	7.0	(20.1)	(18.6)	38.0	20.7
EBITDA	1,385.4	1,203.6	1,107.6	1,467.1	1,753.3
영업외손익	16.6	169.1	(85.5)	(53.9)	(8.7)
순이자수익	47.1	38.0	38.3	54.5	81.9
외화관련손익	(15.9)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(13.2)	185.0	(38.3)	(36.4)	(34.6)
세전계속사업손익	1,195.8	1,111.7	681.9	1,005.0	1,269.1
당기순이익	770.1	627.9	456.7	753.8	951.8
지배기업당기순이익	772.9	648.8	476.2	706.8	892.6
증가율 (Y-Y,%)	1.5	(18.5)	(27.3)	65.0	26.3
NOPLAT	761.9	528.1	517.7	794.2	958.3
(+) Dep	206.3	261.1	340.2	408.1	475.5
(-) 운전자본투자	16.3	(190.9)	(64.1)	29.0	33.6
(-) Capex	472.2	535.0	627.6	710.5	770.9
OpFCF	479.7	445.1	294.5	462.9	629.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	19.3	19.7	17.7	16.6	12.9
영업이익증가율(3Yr)	15.9	4.3	(11.4)	(3.5)	10.7
EBITDA증가율(3Yr)	15.4	6.9	(4.3)	1.9	13.4
순이익증가율(3Yr)	19.5	6.7	(15.6)	(0.7)	14.9
영업이익률(%)	25.2	16.9	11.7	14.3	15.9
EBITDA마진(%)	29.6	21.5	16.9	19.8	21.8
순이익률 (%)	16.5	11.2	7.0	10.2	11.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	940.0	973.5	938.7	1,143.0	1,390.6
당기순이익	770.1	627.9	456.7	753.8	951.8
자산상각비	206.3	261.1	340.2	408.1	475.5
운전자본증감	(138.5)	220.2	64.1	(29.0)	(33.6)
매출채권감소(증가)	(176.2)	48.8	(228.2)	(116.7)	(129.4)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	(16.1)	(6.6)	(7.3)
매입채무증가(감소)	96.6	51.6	293.5	79.3	87.9
투자현금	(1,310.3)	(388.3)	(896.1)	(982.9)	(1,047.5)
단기투자자산감소	264.0	727.7	(30.3)	(31.5)	(32.8)
장기투자증권감소	(651.5)	0.0	(106.0)	(106.9)	(107.9)
설비투자	(472.2)	(535.0)	(627.6)	(710.5)	(770.9)
유무형자산감소	(22.0)	(24.5)	(89.1)	(89.1)	(89.1)
재무현금	636.2	751.0	(145.9)	(147.6)	(156.5)
차입금증가	48.1	730.7	(100.0)	(100.0)	(100.0)
자본증가	465.9	(42.5)	(45.9)	(47.6)	(56.5)
배당금지급	32.6	42.5	45.9	47.6	56.5
현금 증감	181.3	1,415.3	(103.3)	12.6	186.6
총현금흐름(Gross CF)	1,433.5	1,235.0	874.6	1,172.0	1,424.2
(-) 운전자본증가(감소)	16.3	(190.9)	(64.1)	29.0	33.6
(-) 설비투자	472.2	535.0	627.6	710.5	770.9
(+) 자산매각	(22.0)	(24.5)	(89.1)	(89.1)	(89.1)
Free Cash Flow	(15.4)	1,066.9	42.6	160.2	343.1
(-) 기타투자	651.5	0.0	106.0	106.9	107.9
잉여현금	(666.9)	1,066.9	(63.5)	53.3	235.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	4,696	3,941	2,889	4,289	5,416
BPS	26,874	29,933	32,231	35,951	40,772
DPS	289	314	290	340	430
Multiples(x,%)					
PER	37.1	31.0	42.4	28.6	22.6
PBR	6.5	4.1	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	18.4	14.3	15.6	11.7	9.6
배당수익율	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4
PCR	20.0	16.3	23.1	17.2	14.2
PSR	6.1	3.6	3.1	2.7	2.5
재무건전성(%)					
부채비율	51.2	66.1	65.2	59.4	53.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	207.8	205.6	196.4	202.7	215.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.2	1.3	1.1	0.9
자산구조					
투하자본(%)	14.4	16.9	20.1	23.6	26.2
현금+투자자산(%)	85.6	83.1	79.9	76.4	73.8
자본구조					
차입금(%)	7.3	16.5	14.4	12.1	10.0
자기자본(%)	92.7	83.5	85.6	87.9	90.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

카카오
(035720)

BUY

'기다무(기다리면 무료)' 의 성공 방정식

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	170,000	160,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가(7/19)	135,000원
예상 주가상승률	25.9%
시가총액	112,669억원
비중(KOSPI내)	0.82%
발행주식수	83,459천주
52주 최저가/최고가	87,600 – 135,000원
3개월 일평균거래대금	779억원
외국인 지분율	25.6%
주요주주지분율(%)	
김범수 (외 20인)	29.0
국민연금공단 (외 1인)	8.2
MAXIMO PTE (외 1인)	6.7

Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	166.7	83.8	36.1
PBR(배)	6.8	8.1	6.7
EV/EBITDA(배)	32.9	31.4	17.4
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	10.7	35.5	18.4	31.1
KOSPI대비 상대수익률	12.1	37.0	26.7	28.5

Price Trend



Issue

카카오페이지 적정 가치 1.6조원 전망

Pitch

기존 SoTP에 카카오페이지 가치를 1.6조원으로 반영, TP 17만원으로 상향하며 인터넷/게임 업종 Top-pick으로 지속 추천. 페이/뱅크, 광고와 커머스, 모빌리티, 유료 콘텐츠 등 전 사업부 성과 개선 중. 특히 카카오페이지와 픽코마는 각각 한국, 일본 시장에서 20년과 21년 상장 예정. 빠르게 증가 중인 거래액과 사업 확장 가능성을 기반으로 페이지와 픽코마 가치는 점차 높아질 것으로 전망

Rationale

- 카카오페이지는 2014년 '기다리면 무료' 수익 모델의 성공적인 도입으로 지난 몇 년간 급격한 성장을 이어왔음. 19년, 20년 매출액 역시 2,597억원(YoY 38%), 3,476억원(YoY 34%)으로 성장 지속 전망. 18년 6.7%에 불과했던 영업이익률은 지속적인 협상력 상승에 따른 수익 배분율 개선, 마케팅비 증가율 둔화 등으로 19년 10.8%, 20년 13.6%로 개선 전망

- 이는 중국 차이나 리터러처의 18년 상황과 유사. 18년 차이나 리터러처의 매출 성장은 전년대비 다소 둔화되었으나, 수익성은 가파르게 개선되던 시기였음. 18년 기준 차이나 리터러처의 PSR은 5.7배, PER은 31.6배로 이를 기반으로 카카오페이지 적정 가치 산출. 20년 Target PSR 5.7배, PER 31.6배를 적용하여 그 평균 값인 1.6조를 카카오페이지 적정 가치로 산정

- 카카오뱅크는 빠르면 7월 24일 금융위원회 정례 회의에서 대주주 적격성 심사 통과 가능. 뱅크 대주주 적격성 심사 통과 시 카카오페이의 바로투자증권 인수를 위한 대주주 적격성 심사도 통과 가능성 높다고 판단

- 이외 전 사업부 성과와 실적 개선 추세. 기존의 톡비즈 매출 성장이 견조하게 유지되는 가운데 하반기부터는 톡보드 광고 OBT가 계획되어 있음. 이외 커머스, 게임, 모빌리티 등 대부분의 사업 성과 긍정적

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	1,972	2,417	3,083	3,745	4,112	4,424	4,734
영업이익	165	73	154	374	438	493	528
EBITDA	295	208	301	527	598	661	704
순이익	125	16	137	315	378	433	468
순차입금	(902)	(1,737)	(1,826)	(2,118)	(2,446)	(2,820)	(3,226)
매출증가율	34.7	22.5	27.6	21.5	9.8	7.6	7.0
영업이익률	8.4	3.0	5.0	10.0	10.7	11.1	11.1
순이익률	6.3	0.7	4.4	8.4	9.2	9.8	9.9
EPS증가율	82.3	(61.5)	160.6	132.3	19.9	14.7	7.9
ROE	3.4	0.3	2.6	5.8	6.6	7.1	7.1

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 카카오 SOTP 밸류에이션 (단위: 십억원)

1) 사업 가치						
('12MF(3Q19~2Q20) 기준)	매출액	영업이익	세후 영업이익	Target Multiple	적정 가치	비고
톡 비즈니스	769.2	230.8	184.6	29.6x	5,455.4	OPM 30% 가정, 텐센트의 12MF PER 적용
포털 비즈니스	508.2	101.6	81.3	15.2x	1,235.9	OPM 20% 가정, 구글의 12MF PER 20% 할인
뮤직	570.9	85.6	68.5	27.0x	1,849.7	OPM 15% 가정, 최근 경쟁 심화를 반영해 기존 PER 30배에서 10% 할인
유료 콘텐츠(카카오 페이지 제외)	137.0	13.7	11.0	35.6x	390.3	OPM 10% 가정, 20년 매출 성장률을 Target Multiple로 산정
IP 비즈니스 및 기타	394.5	59.2	47.3	15.0x	710.1	OPM 15% 가정, 20년 매출 성장률을 Target Multiple로 산정
사업 가치 합계 (a)	2,379.8	490.9	392.7	24.5x	9,641.3	
2) 자회사 지분 가치						
	적정 가치	지분율	할인율		지분 가치	비고
카카오 모빌리티	1,302.9	69.3%	–		902.9	투자 유치 시점 밸류에이션(1.6조원)을 20% 할인
카카오 페이	1,690.0	60.9%	–		1,029.2	토스(Toss)가 최근 평가 받은 기업 가치를 30% 할증
카카오 뱅크	2,300.0	34.0%	–		782.0	자본총계 1.15조원, PBR 2배, 은산분리 완화 후 지분율 적용
카카오 게임즈	511.7	60.4%	–		309.2	12MF 매출액 3,803억원, 영업이익 426억원, 순이익 341억원, Target 15배 가정
카카오 페이지	1,606.3	63.7%	–		1,022.9	상장 예정. 2020년 Target PSR 5.7배와 Target PER 31.6배의 평균 적용
지분 가치 합계 (b)					4,046.2	
3) 순현금 (c)					199.5	1Q19 별도 기준 순현금에 카카오뱅크 지분 취득을 위한 콜옵션 행사 가정(2,080억원 차감)
총 합계 (a) + (b) + (c)					13,887.0	
주식 수(천주)					83,397	
적정 주가(원)					166,517	
목표 주가(원)					170,000	반올림 적용
현재 주가(원)					135,000	
상승 여력					25.9%	

Source: KTB투자증권

Figure 02 카카오 실적 추정 표(매출 약식) (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	555.4	588.9	599.3	673.3	706.3	747.2	787.0	842.8	2,417.0	3,083.3	3,744.8
플랫폼 부문	232.3	251.1	253.0	302.9	313.1	336.0	369.6	407.9	1,039.2	1,426.5	1,868.5
톡비즈 (카카오톡/커머스/신규톡 BM 등)	88.5	97.6	107.1	127.8	126.9	138.4	169.1	187.2	421.0	621.6	884.2
포털비즈 (다음 PC/모바일, 카카오스토리 등)	121.7	128.4	115.5	129.8	126.4	129.5	122.6	129.9	495.4	508.5	511.1
신사업 (카카오모빌리티, 페이, 기타)	22.0	25.1	30.3	45.3	59.8	68.0	77.9	90.7	122.7	296.5	473.3
콘텐츠 부문	323.1	337.9	346.3	370.4	393.2	411.3	417.3	435.0	1,377.7	1,656.8	1,876.3
게임 (모바일/PC, 카카오 VX)	105.6	111.6	99.4	100.3	94.0	96.4	93.2	95.4	417.0	379.0	398.0
뮤직 (멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	126.3	130.5	136.0	140.1	137.2	140.0	137.1	145.3	532.9	559.5	583.0
유료 콘텐츠 (카카오페이지/다음웹툰/픽코마)	43.8	50.8	60.5	63.3	74.6	84.6	93.6	97.4	218.4	350.2	472.4
IP 비즈니스 및 기타 (카카오IX/카카오M)	47.5	44.9	50.4	66.6	87.3	90.4	93.5	96.8	209.5	368.0	423.0
영업비용	545.0	561.3	568.6	669.1	678.6	711.6	741.3	797.9	2,344.0	2,929.4	3,370.5
인건비	127.3	125.9	130.3	158.3	160.1	161.0	160.3	176.3	541.9	657.7	687.6
매출연동비	250.7	260.8	261.1	306.9	330.6	345.1	366.7	391.0	1,079.5	1,433.4	1,727.1
외주/인프라	68.1	73.7	84.7	87.8	89.9	95.1	100.2	107.3	314.4	392.6	476.8
마케팅	48.3	46.1	37.2	55.7	32.9	44.8	47.2	54.8	187.3	179.8	192.3
상각비	31.4	33.9	34.5	38.2	50.1	50.6	51.1	51.7	138.1	203.6	211.9
기타 영업비용	19.2	20.9	20.7	22.1	14.9	14.9	15.7	16.9	82.9	62.4	74.9
영업이익	10.4	27.6	30.7	4.3	27.7	35.6	45.7	44.9	72.9	153.9	374.3
영업이익률	1.9%	4.7%	5.1%	0.6%	3.9%	4.8%	5.8%	5.3%	3.0%	5.0%	10.0%
순이익	14.7	22.5	7.4	-31.7	17.6	34.8	42.4	41.8	15.9	136.5	315.1
순이익률	2.6%	3.8%	1.2%	-4.7%	2.5%	4.7%	5.4%	5.0%	0.5%	4.4%	8.4%

Source: 카카오, KTB투자증권

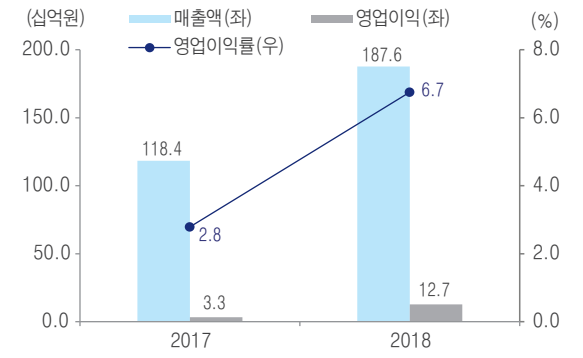
Figure 03 카카오 실적 추정 표(매출 상세) (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	555.4	588.9	599.3	673.3	706.3	747.2	787.0	842.8	2,417.0	3,083.3	3,744.8
플랫폼 부문	232.3	251.1	253.0	302.9	313.1	336.0	369.6	407.9	1,039.2	1,426.5	1,868.5
톡비즈	88.5	97.6	107.1	127.8	126.9	138.4	169.1	187.2	421.0	621.6	884.2
카카오톡(플친/샵탭/톡스토어 등)	25.6	30.2	35.4	38.2	35.7	38.9	40.7	47.3	129.4	162.6	196.7
카카오톡 선물하기/메이커스	52.7	57.7	61.1	79.2	80.3	86.0	92.2	98.8	250.6	357.3	472.0
카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘	10.2	9.7	10.7	10.3	10.9	11.2	11.5	11.9	41.0	45.5	51.2
신규톡 BM(톡비즈보드/챗봇 등)						2.3	24.8	29.3		56.3	164.3
포털비즈	121.7	128.4	115.5	129.8	126.4	129.5	122.6	129.9	495.4	508.5	511.1
다음 PC 광고	58.7	63.2	56.8	60.2	54.6	57.9	52.7	56.0	238.9	221.2	205.2
다음 모바일 광고	46.4	48.3	41.8	49.9	48.5	46.7	44.0	47.1	186.3	186.3	187.1
카카오스토리/스타일/페이지 및 기타 자회사	16.7	16.9	17.0	19.7	23.3	24.9	25.9	26.9	70.2	100.9	118.8
신사업	22.0	25.1	30.3	45.3	59.8	68.0	77.9	90.7	122.7	296.5	473.3
카카오모빌리티	8.8	11.8	13.3	16.2	14.9	15.6	16.7	18.4	50.1	65.5	75.2
카카오페이	9.4	11.6	16.0	25.5	33.3	40.2	48.4	58.9	62.4	180.8	337.1
기타(기타 연결 자회사)	3.8	1.8	1.1	3.6	11.6	12.2	12.8	13.5	10.2	50.1	60.9
콘텐츠 부문	323.1	337.9	346.3	370.4	393.2	411.3	417.3	435.0	1,377.7	1,656.8	1,876.3
게임	105.6	111.6	99.4	100.3	94.0	96.4	93.2	95.4	417.0	379.0	398.0
모바일 게임	60.2	51.4	42.7	47.2	39.5	42.4	45.7	49.5	201.4	177.1	249.8
PC 게임	39.1	53.6	48.7	45.2	47.0	46.1	39.2	37.2	186.5	169.5	108.8
카카오 VX	6.3	6.7	8.0	8.0	7.5	7.9	8.3	8.7	29.0	32.4	39.4
뮤직 (멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	126.3	130.5	136.0	140.1	137.2	140.0	137.1	145.3	532.9	559.5	583.0
유료 콘텐츠	43.8	50.8	60.5	63.3	74.6	84.6	93.6	97.4	218.4	350.2	472.4
카카오페이지	35.5	39.7	45.4	46.2	52.3	56.6	62.8	64.1	166.7	235.7	317.2
픽코마 및 다음 웹툰	8.3	11.2	15.1	17.1	22.4	28.0	30.8	33.3	51.7	114.4	155.2
IP 비즈니스 및 기타 (카카오IX/카카오M)	47.5	44.9	50.4	66.6	87.3	90.4	93.5	96.8	209.5	368.0	423.0
YoY Growth rate	25.2%	25.7%	16.3%	23.6%	27.2%	26.9%	31.3%	25.2%	22.6%	27.6%	21.5%
플랫폼 부문	29.4%	22.9%	21.1%	30.4%	34.8%	33.8%	46.1%	34.7%	26.0%	37.3%	31.0%
톡비즈	78.4%	73.6%	51.7%	56.3%	43.3%	41.8%	57.9%	46.5%	63.1%	47.6%	42.2%
카카오톡(플친/샵탭/톡스토어 등)	221.3%	167.6%	89.2%	92.7%	39.2%	29.0%	15.0%	23.6%	123.9%	25.6%	21.0%
카카오톡 선물하기/메이커스	57.8%	63.6%	44.2%	52.6%	52.4%	49.1%	51.0%	24.8%	53.9%	42.6%	32.1%
카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘	23.5%	0.5%	11.9%	3.3%	6.4%	15.3%	7.8%	14.7%	9.2%	11.0%	12.6%
신규톡 BM(톡비즈보드/챗봇 등)											192.2%
포털비즈	3.9%	−2.1%	−6.2%	−1.2%	3.9%	0.9%	6.1%	0.1%	−1.5%	2.6%	0.5%
다음 PC 광고	−6.3%	−7.1%	−8.6%	−5.7%	−7.0%	−8.4%	−7.2%	−7.0%	−6.9%	−7.4%	−7.2%
다음 모바일 광고	15.9%	2.9%	−4.9%	4.2%	4.7%	−3.2%	5.2%	−5.7%	4.2%	0.0%	0.4%
카카오스토리/스타일/페이지 및 기타 자회사	15.1%	4.4%	−1.0%	−0.1%	39.5%	47.5%	52.6%	36.5%	4.0%	43.8%	17.7%
신사업	73.9%	49.0%	100.7%	137.6%	171.6%	170.9%	157.0%	100.3%	92.8%	141.5%	59.6%
카카오모빌리티	159.6%	166.7%	200.0%	258.7%	68.0%	32.3%	25.8%	13.2%	198.8%	30.7%	14.8%
카카오페이	733.3%	725.0%	812.8%	304.9%	255.2%	248.1%	203.1%	130.9%	490.2%	189.8%	86.4%
기타(기타 연결 자회사)	−53.3%	−84.0%	−87.9%	−56.6%	206.6%	594.1%	1083.0%	276.4%	−71.9%	390.8%	21.6%
콘텐츠 부문	22.2%	27.9%	13.0%	18.5%	21.7%	21.7%	20.5%	17.4%	20.1%	20.3%	13.3%
게임	31.5%	41.9%	5.8%	12.5%	−10.9%	−13.7%	−6.3%	−4.9%	21.9%	−9.1%	5.0%
모바일 게임	29.1%	10.3%	−27.8%	−11.9%	−34.4%	−17.4%	6.9%	5.0%	−2.2%	−12.1%	41.0%
PC 게임	15.9%	66.9%	39.9%	26.6%	20.3%	−14.0%	−19.6%	−17.6%	36.9%	−9.1%	−35.8%
카카오 VX	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.7%	17.9%	4.3%	8.5%	0.0%	11.8%	21.6%
뮤직 (멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	14.5%	11.4%	11.4%	8.6%	8.7%	7.3%	0.8%	3.7%	11.4%	5.0%	4.2%
유료 콘텐츠	77.4%	75.2%	69.0%	69.1%	70.6%	66.3%	54.7%	53.8%	72.1%	60.3%	34.9%
카카오페이지	55.3%	53.1%	53.4%	53.9%	47.4%	42.7%	38.4%	38.8%	53.9%	41.4%	34.5%
픽코마 및 다음 웹툰	351.4%	258.8%	143.2%	130.7%	169.3%	150.2%	103.6%	94.5%	178.3%	121.3%	35.6%
IP 비즈니스 및 기타 (카카오IX/카카오M)	−3.3%	13.8%	−7.9%	17.2%	83.7%	101.1%	85.6%	45.4%	4.7%	75.7%	14.9%
영업비용	545.0	561.3	568.6	669.1	678.6	711.6	741.3	797.9	2,344.0	2,929.4	3,370.5
인건비	127.3	125.9	130.3	158.3	160.1	161.0	160.3	176.3	541.9	657.7	687.6
매출연동비	250.7	260.8	261.1	306.9	330.6	345.1	366.7	391.0	1,079.5	1,433.4	1,727.1
외주/인프라	68.1	73.7	84.7	87.8	89.9	95.1	100.2	107.3	314.4	392.6	476.8
마케팅	48.3	46.1	37.2	55.7	32.9	44.8	47.2	54.8	187.3	179.8	192.3
상각비	31.4	33.9	34.5	38.2	50.1	50.6	51.1	51.7	138.1	203.6	211.9
기타 영업비용	19.2	20.9	20.7	22.1	14.9	14.9	15.7	16.9	82.9	62.4	74.9
영업이익	10.4	27.6	30.7	4.3	27.7	35.6	45.7	44.9	72.9	153.9	374.3
영업이익률	1.9%	4.7%	5.1%	0.6%	3.9%	4.8%	5.8%	5.3%	3.0%	5.0%	10.0%
순이익	14.7	22.5	7.4	−31.7	17.6	34.8	42.4	41.8	15.9	136.5	315.1
순이익률	2.6%	3.8%	1.2%	−4.7%	2.5%	4.7%	5.4%	5.0%	0.5%	4.4%	8.4%

Source: 카카오, KTB투자증권

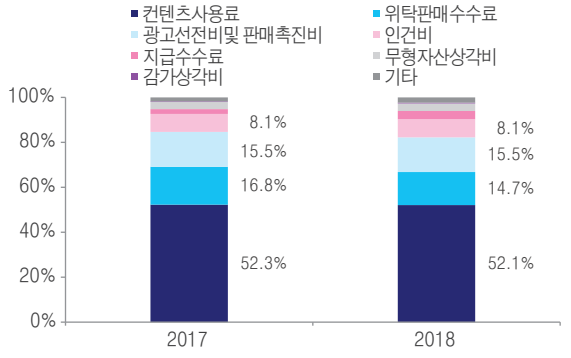
Note: Fig. 02의 수치를 제외한 매출 breakdown은 KTB투자증권 추정치

Figure 04 카카오페이지 연간 실적 추이



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 05 카카오페이지 매출 대비 주요 영업비용 비중



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

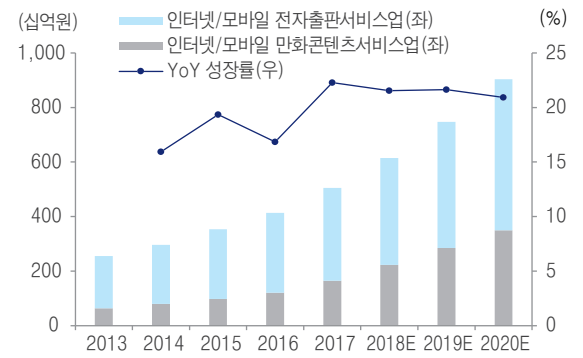
Figure 06 카카오페이지 매출 추정의 주요 가정

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
전체 만화(소매) 시장	275.6	294.9	318.0	335.6	391.1	453.4	508.8	566.0
오프라인 만화(소매) 시장	212.4	215.2	219.6	214.7	226.0	230.5	223.6	216.9
인터넷/모바일 만화콘텐츠서비스업 (a)	63.2	79.6	98.3	120.9	165.1	222.8	285.2	349.1
YoY 성장률		26.0%	23.5%	23.0%	36.5%	35.0%	28.0%	22.4%
인터넷/모바일 침투율	22.9%	27.0%	30.9%	36.0%	42.2%	49.2%	56.1%	61.7%
전체 출판(소매) 시장	5,338.8	5,259.5	5,266.4	5,267.9	5,229.2	5,231.3	5,350.2	5,491.4
오프라인 출판(소매) 시장	5,146.3	5,042.7	5,011.0	4,975.4	4,888.8	4,839.9	4,888.3	4,937.2
인터넷/모바일 전자출판서비스업 (b)	192.5	216.8	255.5	292.5	340.4	391.4	461.9	554.2
YoY 성장률		12.6%	17.8%	14.5%	16.4%	15.0%	18.0%	20.0%
인터넷/모바일 침투율	3.7%	4.3%	5.1%	5.9%	7.0%	8.1%	9.4%	11.2%
인터넷/모바일 만화콘텐츠, 전자출판서비스업 (a) + (b)	255.7	296.4	353.8	413.4	505.4	614.3	747.1	903.4
YoY 성장률		15.9%	19.3%	16.8%	22.3%	21.5%	21.6%	20.9%
카카오페이지 거래액	1.7	13.0	48.7	93.0	146.6	219.0	306.4	412.4
카카오페이지 거래액 점유율	0.7%	4.4%	13.8%	22.5%	29.0%	35.7%	41.0%	45.6%
카카오페이지 플랫폼 사업 관련 매출액					110.9	168.9	235.7	317.2
카카오페이지 매출액/거래액					75.6%	77.1%	76.9%	76.9%

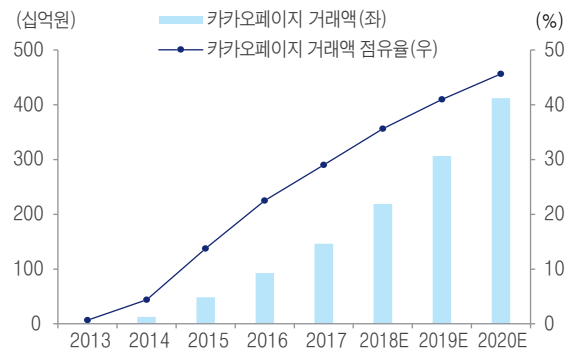
Source: 한국콘텐츠진흥원, 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 07 국내 디지털 만화/출판 시장 성장 전망



Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Figure 08 카카오페이지 거래액 및 점유율 전망



Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 09 카카오페이지 손익 추정 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E
매출액	118.4	187.6	259.7	347.6
플랫폼 사업 관련 수익	110.9	168.9	235.7	317.2
광고 수익	4.0	10.1	13.6	18.0
기타 수익	3.5	8.6	10.3	12.4
YoY Growth rate				
매출액		58.4%	38.4%	33.9%
플랫폼 사업 관련 수익		52.3%	39.6%	34.6%
광고 수익		152.8%	35.0%	32.0%
기타 수익		144.1%	20.0%	20.0%
영업비용	115.1	174.9	231.7	300.4
인건비	9.3	14.2	17.1	20.5
YoY		53.4%	20.0%	20.0%
컨텐츠사용료	60.1	91.2	126.2	168.9
% of sales	50.8%	48.6%	48.6%	48.6%
위탁판매수수료	19.4	25.6	35.5	47.5
% of sales	16.4%	13.7%	13.7%	13.7%
지급수수료	2.4	6.4	8.8	11.8
% of sales	2.0%	3.4%	3.4%	3.4%
광고선전비 및 판매촉진비	17.9	27.0	31.1	35.8
YoY		51.2%	15.0%	15.0%
감가상각비	0.3	0.7	0.8	0.9
YoY		103.5%	15.0%	15.0%
무형자산상각비	3.7	5.8	6.9	8.3
YoY		56.9%	20.0%	20.0%
기타	2.0	4.0	5.3	6.7
% of sales	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%
영업이익	3.3	12.7	28.0	47.2
영업이익률	2.8%	6.7%	10.8%	13.6%
당기순이익	3.4	-4.2	23.6	39.0
순이익률	2.8%	-2.2%	9.1%	11.2%

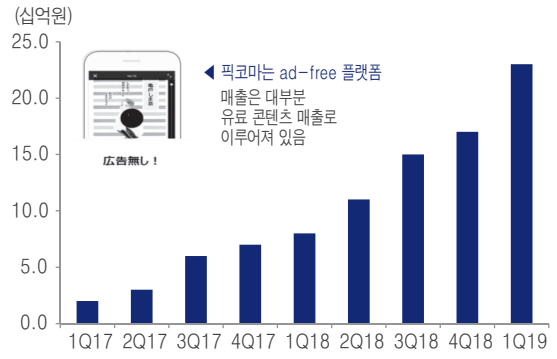
Source: 카카오페이지, KTB투자증권

Figure 10 카카오페이지 적정 가치 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
카카오페이지 2020년 매출액	347.6	당사 추정 기반
Target PSR	5.7x	China Literature의 2018년 PSR 적용
적정 시총 (a)	1,981.2	
카카오페이지 2020년 당기순이익	39.0	당사 추정 기반
Target PER	31.6x	China Literature의 2018년 PER 적용
적정 시총 (b)	1,231.3	
(a)와 (b)의 평균	1,606.3	카카오 SoTP 밸류에이션에 반영

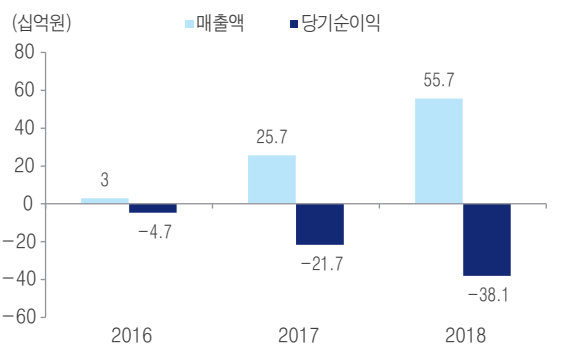
Source: KTB투자증권

Figure 11 픽코마 분기 매출액 추이



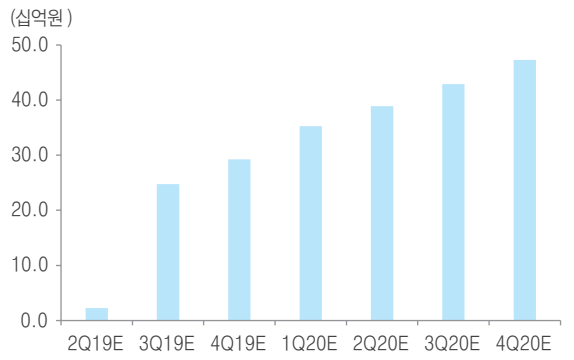
Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 12 카카오 재팬 실적 추이



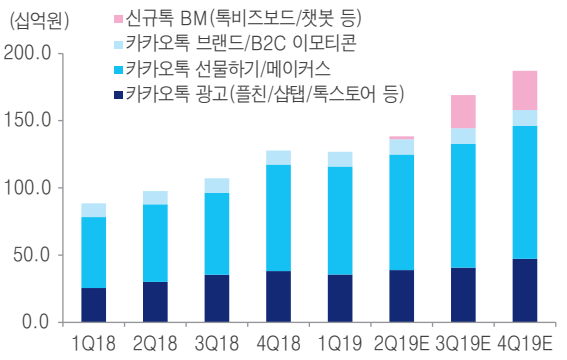
Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 13 카카오톡 비즈보드(톡보드) 매출액 전망



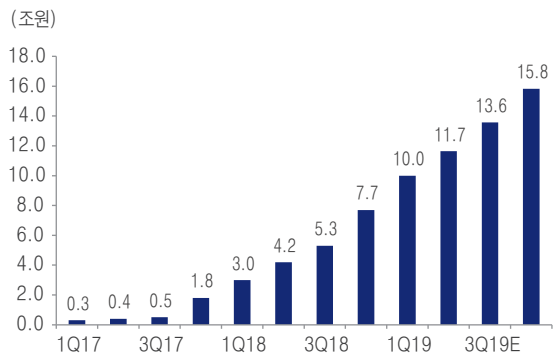
Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 14 톡비즈(카카오톡 관련 비즈) 매출액 추이 및 전망



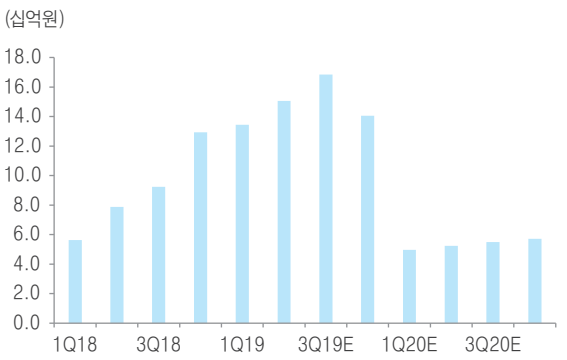
Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 15 카카오페이 분기 거래대금 추이 및 전망



Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 16 카카오페이 송금 수수료, 4Q19부터 감소 전망



Source: 카카오, KTB투자증권

Figure 17 카카오뱅크 재무상태표 (단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	YoY	QoQ
현금 및 예치금	157.2	423.4	1,089.3	1,042.6	1,363.3	1,640.5	4,156.4	281.6%	153.4%
투자금융자산	399.9	523.6	740.4	1,243.4	1,353.0	1,099.7	2,126.5	187.2%	93.4%
대출채권	3,315.1	4,621.7	5,860.7	7,138.9	7,791.9	9,082.1	9,662.4	64.9%	6.4%
유형자산	23.4	32.7	31.5	31.7	31.9	32.0	43.7	38.7%	36.5%
무형자산	74.9	77.4	74.7	71.1	67.5	64.2	60.3	-19.3%	-6.0%
기타자산	141.3	163.4	121.0	132.0	133.0	208.3	273.9	126.4%	31.5%
자산총계	4,111.8	5,842.2	7,917.6	9,659.7	10,740.6	12,126.7	16,323.1	106.2%	34.6%
예수부채	3,331.2	5,048.3	7,128.6	8,364.5	9,358.7	10,811.6	14,897.1	109.0%	37.8%
기타부채	74.7	126.0	126.6	145.8	236.2	174.7	276.4	118.3%	58.2%
부채총계	3,405.9	5,174.3	7,255.2	8,510.3	9,594.9	10,986.3	15,173.5	109.1%	38.1%
자본금	800.0	800.0	800.0	1,300.0	1,300.0	1,300.0	1,300.0	62.5%	0.0%
자본조정	-11.5	-11.5	-11.5	-18.7	-18.7	-18.7	-18.7	n.a.	n.a.
기타포괄손익누계액	-0.3	-0.8	-0.5	0.4	0.7	0.3	2.9	n.a.	761.1%
결손금	-82.1	-119.8	-125.6	-132.2	-136.0	-141.2	-134.6	n.a.	n.a.
자본총계	706.1	667.9	662.4	1,149.4	1,146.0	1,140.4	1,149.6	73.6%	0.8%
부채 및 자본총계	4,111.8	5,842.2	7,917.6	9,659.7	10,740.6	12,126.7	16,323.1	106.2%	34.6%

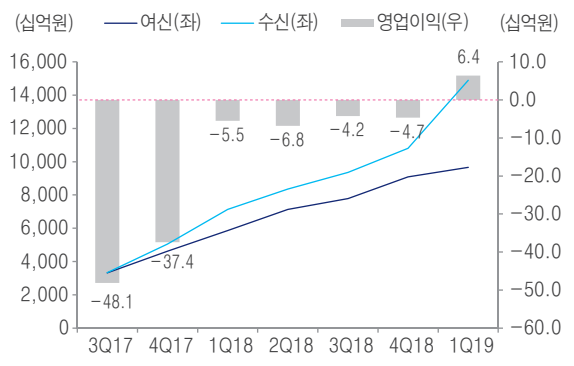
Source: 카카오뱅크, KTB투자증권

Figure 18 카카오뱅크 손익계산서 (단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	YoY	QoQ
영업수익	15.8	51.6	76.3	91.7	108.7	98.9	134.8	76.7%	36.4%
이자수익	11.3	37.6	54.4	66.7	79.5	93.4	101.5	86.6%	8.7%
수수료수익	3.8	13.2	18.7	21.4	24.7	3.1	22.5	20.5%	616.2%
공정가치측정자산 거래이익	0.5	0.4	1.1	3.3	4.2	2.3	10.2	824.7%	351.9%
기타 영업수익	0.2	0.3	2.1	0.4	0.3	0.1	0.6	-71.6%	509.2%
영업비용	63.9	89.0	83.3	94.9	108.0	95.8	128.4	54.2%	34.0%
이자비용	4.4	13.4	19.5	26.2	31.5	33.3	47.0	141.2%	41.2%
수수료비용	21.6	33.2	31.2	37.8	40.0	18.6	37.3	19.7%	100.6%
판관비	25.5	31.2	30.2	27.5	32.5	39.6	32.0	6.0%	-19.1%
기타 영업비용	3.4	1.9	2.3	3.5	4.0	4.3	6.0	159.1%	38.9%
금융자산 신용손실충당금 환입액	9.0	9.3	1.5	-3.6	-4.6	-8.0	6.1	304.9%	n.a.
영업이익	-48.1	-37.4	-5.5	-6.8	-4.2	-4.7	6.4	흑전	흑전
영업이익률	-304.4%	-72.5%	-7.2%	-7.5%	-3.9%	-4.7%	4.8%	11.9%p	9.5%p
세전이익	-48.1	-37.3	-5.4	-6.9	-3.9	-5.0	6.4	흑전	흑전
법인세비용	0.0	0.3	0.1	-0.4	-0.1	0.1	-0.2	n.a.	n.a.
당기순이익	-48.1	-37.6	-5.5	-6.5	-3.9	-5.1	6.6	흑전	흑전
당기순이익률	-304.4%	-72.9%	-7.2%	-7.1%	-3.6%	-5.2%	4.9%	12.1%p	10.1%p

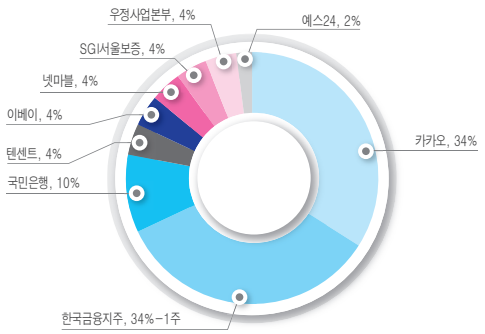
Source: 카카오뱅크, KTB투자증권

Figure 19 카카오뱅크 여신/수신 및 영업이익 추이



Source: 카카오뱅크, KTB투자증권

Figure 20 대주주 적격성 심사 통과 후 주주구성 전망



Source: KTB투자증권

재무제표 (카카오)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,993.1	2,859.0	2,994.4	3,343.3	3,705.3
현금성자산	1,699.0	2,405.8	2,494.5	2,786.7	3,114.2
매출채권	179.2	193.7	228.7	274.2	301.1
재고자산	21.6	35.8	45.3	54.4	59.7
비유동자산	4,356.3	5,100.6	5,157.1	5,229.3	5,306.6
투자자산	395.7	920.5	957.9	996.8	1,037.3
유형자산	271.0	314.8	328.4	356.3	387.8
무형자산	3,689.6	3,865.3	3,870.8	3,876.2	3,881.6
자산총계	6,349.4	7,959.5	8,151.5	8,572.6	9,012.0
유동부채	1,040.9	2,039.2	2,098.7	2,209.9	2,279.7
매입채무	280.4	460.8	510.8	612.4	672.4
유동성이자부채	176.6	623.4	623.4	623.4	623.4
비유동부채	845.6	293.2	301.4	310.0	318.9
비유동이자부채	620.8	45.0	45.0	45.0	45.0
부채총계	1,886.5	2,332.4	2,400.1	2,519.9	2,598.5
자본금	34.0	41.7	41.7	41.7	41.7
자본잉여금	3,603.6	4,647.5	4,647.5	4,647.5	4,647.5
이익잉여금	402.5	453.4	577.6	879.0	1,239.6
자본조정	(11.0)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
자기주식	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
자본총계	4,462.9	5,627.2	5,751.4	6,052.7	6,413.4
투하자본	3,239.3	3,255.2	3,265.0	3,247.3	3,252.6
순차입금	(901.6)	(1,737.4)	(1,826.1)	(2,118.3)	(2,445.8)
ROA	2.1	0.2	1.7	3.8	4.3
ROE	3.4	0.3	2.6	5.8	6.6
ROIC	3.9	0.3	3.3	8.7	10.5

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,972.3	2,417.0	3,083.3	3,744.8	4,111.8
증가율 (Y-Y,%)	34.7	22.5	27.6	21.5	9.8
영업이익	165.4	72.9	153.9	374.3	437.9
증가율 (Y-Y,%)	42.4	(55.9)	111.0	143.2	17.0
EBITDA	295.2	208.0	300.6	526.6	597.7
영업외손익	(12.1)	57.7	43.1	40.4	45.2
순이자수익	5.8	32.8	59.9	57.1	62.2
외화관련손익	(13.4)	22.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	13.4	20.6	12.0	12.0	12.0
세전계속사업손익	153.3	130.7	197.1	414.7	483.1
당기순이익	125.1	15.9	136.5	315.1	377.8
지배기업당기순이익	108.6	47.9	134.3	312.0	374.0
증가율 (Y-Y,%)	91.1	(87.3)	759.2	130.8	19.9
NOPLAT	135.0	8.9	106.6	284.4	342.4
(+) Dep	129.8	135.0	146.6	152.3	159.8
(-) 운전자본투자	(305.8)	(392.5)	(12.7)	(54.5)	(35.3)
(-) Capex	75.2	97.2	92.5	112.3	123.4
OpFCF	495.4	439.2	173.5	378.9	414.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	58.1	37.4	28.2	23.8	19.4
영업이익증가율(3Yr)	(2.1)	(6.3)	9.8	31.3	81.7
EBITDA증가율(3Yr)	14.0	8.2	9.3	21.3	42.2
순이익증가율(3Yr)	(5.8)	(41.4)	27.8	36.1	187.6
영업이익률(%)	8.4	3.0	5.0	10.0	10.7
EBITDA마진(%)	15.0	8.6	9.7	14.1	14.5
순이익률 (%)	6.3	0.7	4.4	8.4	9.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	403.7	558.7	289.9	515.3	566.0
당기순이익	153.3	130.7	136.5	315.1	377.8
자산상각비	129.8	135.0	146.6	152.3	159.8
운전자본증감	80.2	396.5	12.7	54.5	35.3
매출채권감소(증가)	(2.0)	(1.5)	(35.0)	(45.5)	(26.9)
재고자산감소(증가)	0.5	(9.0)	(9.5)	(9.0)	(5.3)
매입채무증가(감소)	3.4	154.4	50.0	101.6	60.0
투자현금	(400.4)	(1,324.7)	(238.2)	(261.5)	(276.1)
단기투자자산감소	(201.1)	(865.4)	(47.1)	(49.0)	(51.0)
장기투자증권감소	(62.6)	0.0	(13.8)	(14.9)	(15.9)
설비투자	(75.2)	(97.2)	(92.5)	(112.3)	(123.4)
유무형자산감소	(24.9)	(33.4)	(73.3)	(73.3)	(73.3)
재무현금	481.6	887.3	(10.1)	(10.6)	(13.3)
차입금증가	(188.1)	(139.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(19.7)	1,037.4	(10.1)	(10.6)	(13.3)
배당금지급	16.0	12.0	10.1	10.6	13.3
현금 증감	475.1	130.2	41.6	243.2	276.6
총현금흐름(Gross CF)	313.9	278.7	277.2	460.9	530.7
(-) 운전자본증가(감소)	(305.8)	(392.5)	(12.7)	(54.5)	(35.3)
(-) 설비투자	75.2	97.2	92.5	112.3	123.4
(+) 자산매각	(24.9)	(33.4)	(73.3)	(73.3)	(73.3)
Free Cash Flow	(6.3)	(649.5)	51.7	253.8	289.9
(-) 기타투자	62.6	0.0	13.8	14.9	15.9
잉여현금	(69.0)	(649.5)	37.9	239.0	274.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	1,606	618	1,610	3,741	4,485
BPS	5,000	15,249	16,672	20,221	24,482
DPS	148	127	130	160	180
Multiples(x,%)					
PER	85.3	166.7	83.8	36.1	30.1
PBR	27.4	6.8	8.1	6.7	5.5
EV/EBITDA	28.5	32.9	31.4	17.4	14.8
배당수익율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	29.5	28.6	40.6	24.4	21.2
PSR	4.7	3.3	3.7	3.0	2.7
재무건전성(%)					
부채비율	42.3	41.4	41.7	41.6	40.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	191.5	140.2	142.7	151.3	162.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.4	0.7	0.6	0.6
자산구조					
투하자본(%)	60.7	49.5	48.6	46.2	43.9
현금+투자자산(%)	39.3	50.5	51.4	53.8	56.1
자본구조					
차입금(%)	15.2	10.6	10.4	9.9	9.4
자기자본(%)	84.8	89.4	89.6	90.1	90.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

디앤씨미디어
(263720)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(7/18)	14,850원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,788억원
비중(KOSPI내)	0.08%
발행주식수	12,041천주
52주 최저가/최고가	12,100 – 18,150원
3개월 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	3.3%
주요주주지분율(%)	
신현호 (외 3인)	52.6
카카오페이지 (외 1인)	18.5
디앤씨미디어우리사주 (외 1인)	1.0

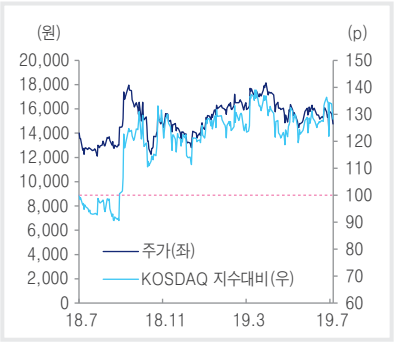
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	n/a	18.7	34.6
PBR(배)	n/a	2.7	4.7
EV/EBITDA(배)	-1.6	10.5	23.9
배당수익률(%)	n/a	0.0%	0.0%

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(8.2)	(5.5)	4.3	3.2
KOSDAQ대비 상대수익률	(1.2)	(1.0)	22.2	4.7

Price Trend



카카오페이지의 숨겨진 조력자

Issue

관심 종목으로 디앤씨미디어 제시

Pitch

- 주가는 게임 출시 기대감과 해외 플랫폼에 콘텐츠 제공 계약 뉴스에 등락을 보여왔지만 상장 후 우상향하는 모습. 웹툰/웹소설 시장 성장, 플랫폼사들의 CP사 계약 선호 등의 우호적인 산업 환경과 카카오페이지/자체계약/자체 플랫폼 통한 해외 매출 확대가 가시화 됨에 따라 꾸준한 실적 성장 기대. 또한 게임 퍼블리싱 자회사인 디앤씨오브스톰의 자체 IP 활용 게임 출시 시 신작 출시 모멘텀 발생 전망

- 동사의 18년 말 기준 PER은 34.6배. 동종 산업 경쟁사 중 비교 가능한 기업은 미스터블루. 미스터블루의 FY18 PER은 20.9배 수준이었으나, 상대적으로 높은 순이익률(FY18 순이익률 14.9% vs. 미스터블루 8.9%)과 매출 성장률(3-yr CAGR 32%)은 밸류에이션 프리미엄 요인. 19E 컨센서스 기준, PER은 22.3배

Rationale

- 국내 CP(Contents Provider) 업체 중 가장 많은 계약 작가와 콘텐츠 보유. 편집부 기반 조직 구성으로 업계 최고 수준의 콘텐츠 수급 경쟁력 유지. 카카오페이지 내 베스트셀러 최다 보유 중. 오프라인 출판 시장에서도 라이트노블 베스트셀러 50개 작품 중 동사 콘텐츠가 13작품. 높은 hit ratio를 기반으로 국내 웹소설 1위 플랫폼 카카오페이지의 투자 이끌어내며 현재 전략적 협업 관계 유지 중

- 매출 창출 모델은 크게 3가지: 1) 전자책 판매(75%), 2) 서점과 총판 통한 종이책 판매(20%), 3) 게임 유통(5%)

- 웹소설/웹툰 매출 인식 구조는 평균적으로 유저의 결제 금액 중 30%를 플랫폼 사업자(카카오페이지 등)에게 지급하고 나머지 70%를 총매출로 인식. 그 중 작가에게 귀속되는 70%(통상적인 수준)를 영업비용에 반영. 작품에 따라 플랫폼 지급 수수료까지 매출로 인식하는 경우도 존재(계속)

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018
매출액	14.4	18.9	26.5	32.9
영업이익	2.6	3.7	5.4	5.8
EBITDA	2.6	3.7	5.4	5.8
순이익	2.1	3.0	4.5	4.9
순차입금	(3.0)	(5.9)	(27.7)	(30.6)
매출증가율	n/a	31.5	40.5	24.0
영업이익률	18.3	19.6	20.5	17.6
순이익률	14.8	15.9	17.1	14.9
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	8.3
ROE	58.1	44.5	14.2	13.5

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

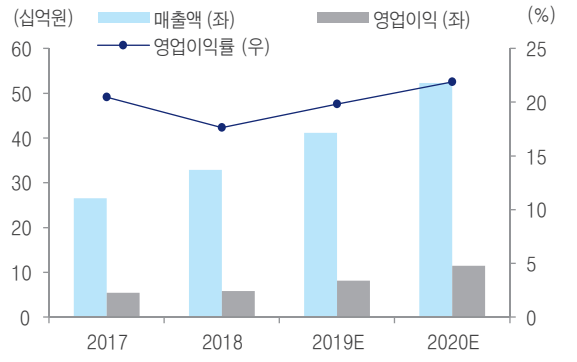
- 17년 카카오페이지향 매출이 34%를 차지. 19년 1분기에는 페이지향 매출액 42억원 기록하며 매출 비중이 43.6%로 크게 증가. 전략적 파트너사인 카카오페이지의 웹소설 시장 내 성장과 국내외 웹툰/소설 시장 규모 확대 따른 직접적 수혜 가능
- 현재 카카오페이지는 대부분 CP사와의 계약을 통해 콘텐츠 조달. 이는 유료화가 가능한 확실한 콘텐츠를 원하는 플랫폼사와 IP를 활용한 2차, 3차 상품이 복잡하게 생산되는 현재 콘텐츠 산업 구조에서 안전한 계약을 원하는 작가간의 이해관계가 맞아 떨어진 결과. 향후 플랫폼사와 CP사와의 협업 관계는 지속될 전망. 국내 CP 산업 내 가장 점유율이 높은 동사의 수혜 가능성 높음
- 해외에서의 성공 사례도 존재. 동사의 인기 웹소설 〈황제의 외동딸〉은 웹툰으로 제작되어 중국에서 조회수 9억 5천만회 이상 기록. 중국과 일본에서 〈황제의 외동딸〉의 성공으로 IP 경쟁력 확인. 해외 매출 큰 폭으로 성장 중
- 중국 외에도 일본, 북미, 인니, 태국, 대만 등 해외 시장 활발히 진출. 일본과 중국 제외한 해외 지역 성과도 점차 가시화 전망
- 19년 7월 5일에는 베트남 웹툰/웹소설 플랫폼 서비스 위한 현지 법인 설립. 기존의 외부 플랫폼을 통한 콘텐츠 제공 사업 뿐 아니라 플랫폼 직접 운영을 통한 사업 포트폴리오 다각화 시작(끝)

Figure 01 디앤씨미디어 손익계산서 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E
매출액	26.5	32.9	42.0	53.3
전자책	16.6	23.3	32.6	44.0
종이책	9.7	8.6	8.3	8.1
게임	0.0	0.8	0.9	1.0
기타	0.2	0.2	0.2	0.2
YoY Growth rate				
매출액		24.0%	27.7%	26.8%
전자책		40.1%	40.0%	35.0%
종이책		-11.4%	-3.0%	-3.0%
게임			10.0%	13.0%
기타		-2.9%	-2.9%	-2.9%
영업비용	21.1	27.1	33.6	41.5
인건비	2.6	3.3	4.0	4.7
YoY		28.6%	20.0%	20.0%
지급수수료	14.1	19.7	25.2	32.0
% of sales	53.3%	60.0%	60.0%	60.0%
광고선전비 및 판매촉진비	0.7	1.0	1.3	1.6
% of sales	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
상각비	0.0	0.0	0.1	0.1
% of sales	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
출판 관련 비용	3.1	2.9	2.9	2.9
% of sales	11.5%	8.9%	7.0%	5.5%
기타	0.6	0.1	0.1	0.2
% of sales	2.3%	0.3%	0.3%	0.3%
영업이익	5.4	5.8	8.5	11.8
영업이익률	20.5%	17.6%	20.2%	22.2%
세전이익	5.6	6.2	8.8	12.2
법인세비용	1.1	1.2	1.8	2.4
tax rate	19.3%	20.2%	20.0%	20.0%
당기순이익	4.5	4.9	7.1	9.7
순이익률	17.1%	15.0%	16.8%	18.3%

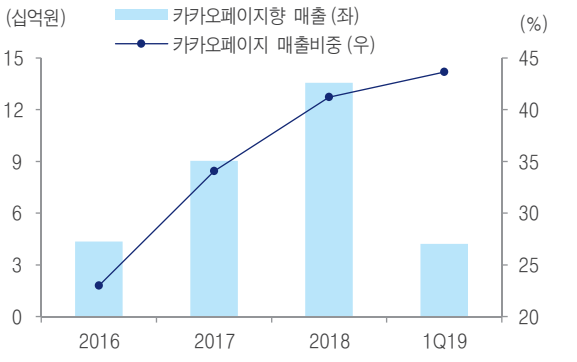
Source: 디앤씨미디어, KTB투자증권

Figure 02 디앤씨미디어 실적 추이 및 전망



Source: 디앤씨미디어, KTB투자증권

Figure 03 카카오페이지향 매출 및 매출 비중 추이



Source: 디앤씨미디어, KTB투자증권

Figure 04 디앤씨미디어 산하 주요 브랜드 현황



Source: 디앤씨미디어, KTB투자증권

Figure 05 다양한 2차 저작물로 IP 활용 비즈니스 확대



Source: 디앤씨미디어, KTB투자증권

Figure 06 주요 작품별 해외 시장 진출 현황

	황제의 외동딸	이세계의 황비	버림받은 황비	그녀가 공작저로 가야했던 사정	카이로	블루홀 메리지	이차원 용병	아델 라이드	용이 비를 내리는 나라	악녀의 장의	나 혼자만 레벨 업	웨딩 임파서블	유어 마이 데스티니	웬디의 꽃집에 오지 마세요	마이 페어 풋맨	황제와 여기사
중국	■	■	■	■				■		■				■		
일본	■	■	■	■	■			■	■	■	■					
북미	■	■	■	■				■	■							
인니	■	■	■	■		■		■		■		■		■	■	■
태국	■	■	■	■		■	■		■	■			■	■		
대만	■	■														
동남아	■	■														

Source: 디앤씨미디어, KTB투자증권

재무제표 (디앤씨미디어)

대차대조표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018
유동자산	6.0	9.2	33.0	39.6
현금성자산	3.1	5.9	27.7	31.0
매출채권	2.0	2.2	2.7	3.5
재고자산	0.2	0.3	0.3	0.7
비유동자산	0.2	0.4	2.7	4.1
투자자산	0.1	0.3	0.3	1.7
유형자산	0.0	0.0	2.3	2.3
무형자산	0.0	0.1	0.1	0.1
자산총계	6.2	9.6	35.7	43.6
유동부채	2.4	2.7	3.4	6.7
매입채무	0.5	0.5	0.5	0.5
유동성이자부채	0.2	0.0	0.0	0.4
비유동부채	0.1	0.2	0.4	0.4
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2.5	2.9	3.8	7.1
자본금	0.1	0.1	6.0	6.0
자본잉여금	0.0	0.3	15.6	15.6
이익잉여금	3.6	6.4	10.9	15.4
자본조정	0.0	0.0	(0.5)	(0.4)
자기주식	0.0	0.0	(0.6)	(0.6)
자본총계	3.7	6.8	32.0	36.5
투하자본	0.7	0.8	4.3	4.6
순차입금	(3.0)	(5.9)	(27.7)	(30.6)
ROA	n/a	38.1	20.0	12.4
ROE	n/a	57.8	23.4	14.4
ROIC	n/a	387.8	171.7	104.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018
매출액	14.4	18.9	26.5	32.9
증가율 (Y-Y,%)	적지	31.5	40.5	24.0
영업이익	2.6	3.7	5.4	5.8
증가율 (Y-Y,%)	적지	40.7	47.1	6.8
EBITDA	2.6	3.7	5.4	5.8
영업외손익	(0.0)	0.0	0.2	0.4
순이자수익	0.0	0.0	0.2	0.4
외화관련손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	(0.0)
세전계속사업손익	2.6	3.7	5.6	6.2
당기순이익	2.1	3.0	4.5	4.9
지배기업당기순이익	적지	41.9	50.6	8.4
증가율 (Y-Y,%)				
NOPLAT	2.1	3.0	4.4	4.6
(+) Dep	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본투자	0.7	(0.0)	1.3	0.4
(-) Capex	0.0	0.0	2.3	0.0
OpFCF	1.5	3.0	0.8	4.3
3 Yr CAGR & Margins	n/a	n/a	n/a	31.8
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	31.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	30.3
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	30.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	32.3
영업이익률(%)	18.3	19.6	20.5	17.6
EBITDA마진(%)	18.3	19.6	20.5	17.8
순이익률 (%)	14.8	15.9	17.1	14.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018
영업현금	1.9	2.6	3.5	4.4
당기순이익	2.1	3.0	4.5	4.9
자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본증감	(0.0)	0.0	0.0	0.0
매출채권감소(증가)	(0.5)	(0.4)	(1.3)	(0.3)
재고자산감소(증가)	(0.7)	(0.2)	(0.5)	(0.7)
매입채무증가(감소)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
투자현금	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
단기투자자산감소	0.3	(0.1)	(0.6)	0.5
장기투자증권감소	0.0	(3.0)	(21.4)	(1.5)
설비투자	(0.0)	(3.0)	(19.0)	(0.0)
유무형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0
재무현금	(0.0)	0.0	(2.3)	(0.0)
차입금증가	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본증가	(0.0)	0.1	20.6	0.4
배당금지급	(0.0)	(0.2)	0.0	0.4
현금 증감	0.0	0.3	21.2	0.0
총현금흐름(Gross CF)	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본증가(감소)	1.8	(0.2)	2.8	3.2
(-) 설비투자	2.8	3.8	5.9	5.6
(+) 자산매각	0.7	(0.0)	1.3	0.4
Free Cash Flow	0.0	0.0	2.3	0.0
(-) 기타투자	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
잉여현금	2.3	0.5	(16.8)	3.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2015	2016	2017	2018
Per share Data				
EPS	n/a	n/a	377	408
BPS	n/a	n/a	2,648	3,024
DPS	n/a	n/a	0	0
Multiples(x,%)				
PER	n/a	n/a	18.7	34.6
PBR	n/a	n/a	2.7	4.7
EV/EBITDA	n/a	n/a	10.5	23.9
배당수익율	n/a	n/a	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	14.5	30.7
PSR	n/a	n/a	3.2	5.2
재무건전성(%)				
부채비율	69.6	42.3	11.8	19.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	251.0	340.7	968.6	591.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.0	n/a	0.0
자산구조				
투하자본(%)	17.4	12.0	13.2	12.3
현금+투자자산(%)	82.6	88.0	86.8	87.7
자본구조				
차입금(%)	4.4	0.0	0.0	1.0
자기자본(%)	95.6	100.0	100.0	99.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

China Literature (772 HK)

중국 웹소설 열풍의 주역

Stock Information

국가	CHINA
상장거래소	Hong Kong
산업 분류	커뮤니케이션 서비스
주요 영업	미디어
최근 종가(CNY)	36.40
최근 종가(십억CNY)	37.2
시가총액(조원)	5.6
52주최고/최저	74.5/29.4
주요주주 지분율(%)	
텐센트 홀딩스	57.33
칼라일 그룹	6.67

Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	31.6	24.1	18.6
PBR(배)	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	16.6	13.4	10.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

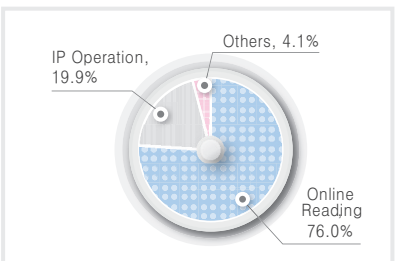
Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	13.1	1.8	(51)	0.3
IBEX35대비 상대수익률	7.5	(4.6)	(51)	10.4

Price Trend



Business Portfolio



Issue

중국 웹소설 시장 점유율 48%를 보유한 1위 업체

Pitch

- 17년 11월 홍콩 증시에 공모가 HK$55으로 상장. 상장 첫날 주가는 86% 급등하였으나 이후 지속적으로 하락하여 현재 상장가를 35% 하회. 주가 하락의 주요 원인은 크게 두가지로 분석. 1) 중국 웹소설 시장 성장 둔화(YoY 16년 47% → 18년 23%)와 이에 따른 매출 성장 둔화(YoY 17년 60% → 18년 23%), 2) 18년 유료 결제자 비율 하락(17년 5.9% → 18년 5.1%)

- 그러나 이는 높은 기저와 사용자 수 확대를 우선시한 회사의 전략적 선택에 기인. 또한 New Classics Media 인수로 대표되는 IP 부문 사업 확대와 무료 사용자의 수익화가 가능한 광고 적용 비즈니스 모델을 준비중인 점을 고려하면 위의 두가지 우려 모두 해소 가능할 것으로 전망

Company Overview

- 동사는 중국 모바일 웹소설 플랫폼 시장 선두 기업으로 시장 점유율은 48%, 18년 MAU 2.14억명 보유. 공격적인 콘텐츠 투자로 업계 최다인 1,070만여 개의 오리지널 IP 보유. 모기업 텐센트의 플랫폼(MAU 17억명)을 독점적으로 활용 가능한 점이 경쟁력

- 매출 창출 모델은 크게 3가지: 온라인 유료 소설 매출, IP 관련 매출, 하드카피 책 판매 매출. 유입 트래픽에 따른 광고 매출과 게임 관련 매출도 발생하나 아직까지 그 비중은 낮은 편. 18년 말 기준, 매출 비중은 온라인 유료 소설(76%), IP 부문(20%), 기타(4%)

- 온라인 유료 소설 부문의 수익화 모델은 1) 1,000글자 당 과금(RMB 0.5), 2) 월 유료 구독(월 RMB 10-18), 3) 기프트카드, 4) Freemium(첫화 무료 구독, 이후 차수 이용시 과금). 광고 탑재를 통한 수익화 모델은 현재 베타 테스트 중

- 18년 8월 TV 드라마/영화 제작사 New Classics Media 인수 이후 IP 관련 매출 비중 큰 폭으로 증가(9% → 20%). 경쟁사 대비 높은 콘텐츠 보유량을 기반으로 IP 활용 비즈니스 확대 목표(계속)

Earnings Forecasts

(단위: 백만위안,%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	466.2	1,606.6	2,556.9	4,095.1	5,038.3	8,609.7	10,165.4
영업이익	4.0	(278.7)	(153.6)	457.1	745.1	1,561.0	1,998.6
EBITDA	28.8	(44.9)	53.4	633.4	909.2	1,738.2	2,306.6
순이익	(21.1)	(354.2)	30.4	562.7	912.4	1,331.1	1,649.5
순차입금	(225)	260	(232)	(7,027)	(9,460)	(5,929)	(7,034)
매출증가율	-	244.6	59.1	60.2	23.0	70.9	18.1
영업이익률	0.85	(17.34)	(6.01)	11.16	14.79	18.13	19.66
순이익률	(4.5)	(21.6)	1.4	13.5	18.1	15.5	16.2
EPS증가율	적지	적지	흑전	-	15.5	70.2	29.8
ROE	-	(7.75)	0.77	6.25	5.87	7.0	8.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

- 모회사 텐센트 플랫폼을 독점적 유통 채널로 활용할 수 있고 게임, 영화, 만화, 드라마 등 텐센트의 타 플랫폼에 필요한 IP를 제공함으로써 안정적인 IP 확장도 가능한 구조
- 기존 콘텐츠 리셀링에 집중하는 경쟁사와 달리 오리지널 콘텐츠 확보에 주력. 단기적으로 IP 확보에 따른 비용은 발생. 그러나 확보한 IP를 활용한 2차, 3차 매출 창출되며 장기적으로는 영업 레버리지 효과 발생
- 텐센트와 자사 유통 플랫폼을 보유하고 있기 때문에 경쟁사 대비 효율적인 비용 컨트롤 가능. 전체 매출 대비 유통 수수료가 6%로 2위 사업자인 iReader의 34% 대비 낮음
- 회사에 따르면 동사 플랫폼에 대한 작가들의 의존도가 높아져 있는 상황이기 때문에 수익 배분율도 점차 개선되는 추세

Rationale

19년 실적 개선 기대감을 주는 요인은 크게 4가지

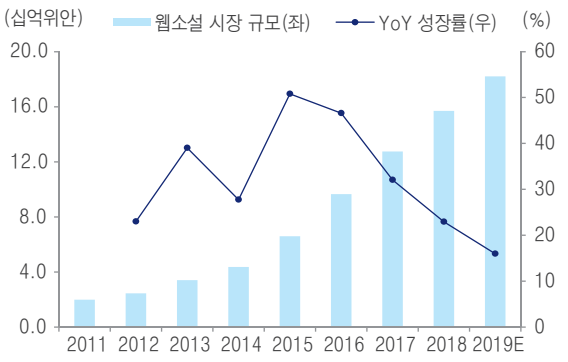
1) 중국 내 주요 스마트폰 제조사인 OPPO, Huawei, VIVO 등과의 파트너십 체결을 통해 pre-install 앱으로 스마트폰에 기본 탑재. 웹소설 관심과 경험이 전무한 사용자들에게 접근 가능. 신규 사용자 수 증가세는 향후에도 유지될 것으로 전망

2) 8,900만명의 유료 회원수를 보유한 텐센트 비디오 사용자 대상 크로스 프로모션 진행 중. 텐센트 비디오 사용자 중 유료 서비스 구매 이용자를 타깃으로 하고 있어 PUR(결제자 비율) 상승 전망

3) 현재 광고 없이 유료 콘텐츠 판매에만 의존하는 비즈니스 구조에서 광고 제공 서비스로 전환 계획. 현재 광고 제공 모델 베타 테스트 중. 전체 MAU 중 95%에 달하는 무료 이용자에게 광고 제공 시, 매출과 수익성 모두 개선 가능

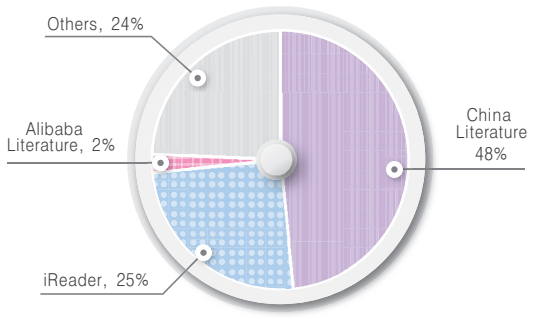
4) IP 활용한 콘텐츠 제작 비즈니스 또한 추가적인 성장 동력. 18년 8월 인수한 제작사 New Classics Media와의 시너지가 19년부터 본격적으로 발현. 올해 상반기 TV 시리즈 두편 방영, 하반기 영화 3편 상영 예정. 향후 라인업 확대 계획 중. IP 사업 부문 확대로 안정적인 매출 성장 가능. IP에 기반한 콘텐츠 방영 시 해당 소설에 대한 관심도 동반 상승. 선순환 구조 구축 전망

Figure 01 중국 웹소설 시장 규모 추이



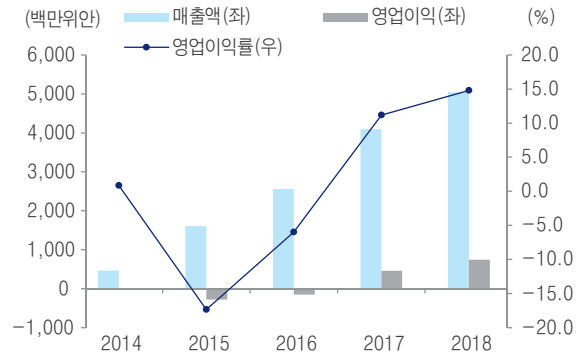
Source: iResearch, KTB투자증권

Figure 02 중국 모바일 웹소설 시장 점유율



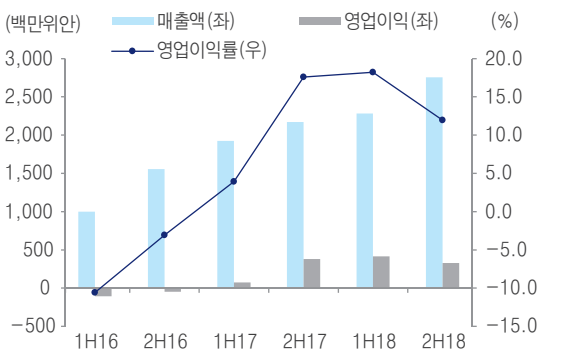
Source: Frost & Sullivan, KTB투자증권

Figure 03 차이나 리터러처 연간 실적 추이



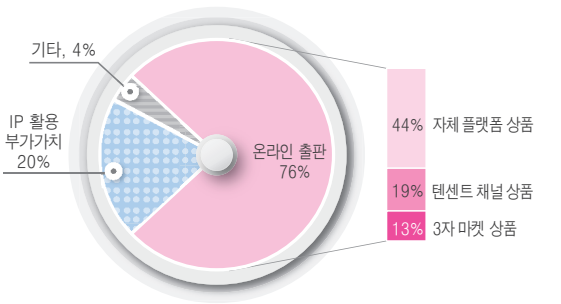
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 04 차이나 리터러처 반기 실적 추이



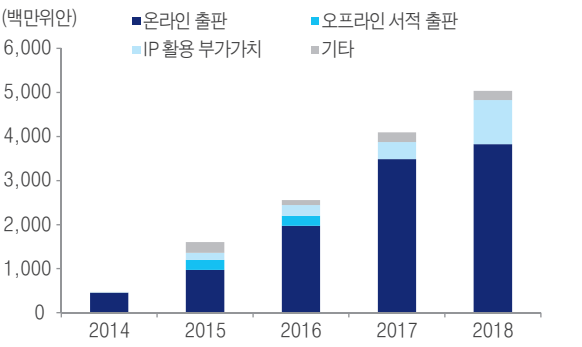
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 05 차이나 리터러처 매출 구성(2018)



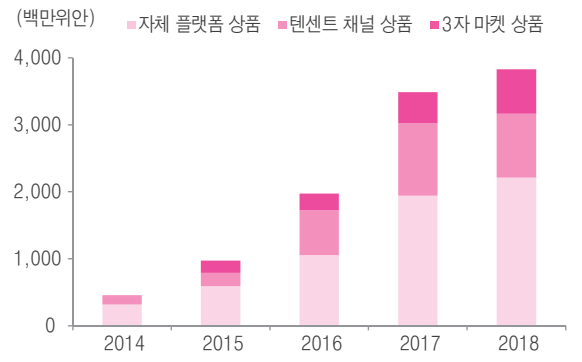
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 06 차이나 리터러처 부문별 매출 추이



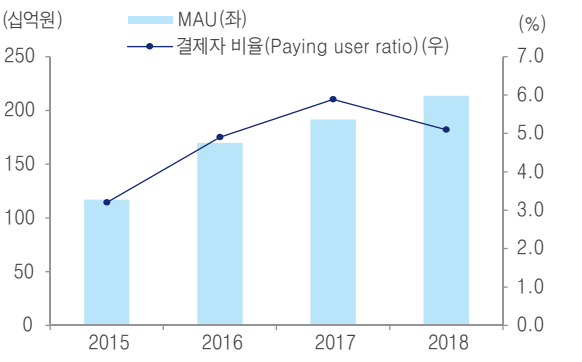
Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 07 차이나 리터러처 온라인 출판 부문 매출 추이



Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 08 차이나 리터러처 MAU와 결제자 비율 추이



Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 09 콘텐츠 유통채널: 텐센트 플랫폼 활용



Source: China Literature, KTB투자증권

Figure 10 IP 사업부문 확대: New Classics Media 인수



Source: KTB투자증권

Figure 11 차이나 리터러처 손익계산서 (단위: 백만위안)

	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	466.2	1,606.6	2,556.9	4,095.1	5,038.2
온라인 출판	453.0	970.9	1,974.1	3,490.0	3,827.9
자체 플랫폼	316.6	590.8	1,057.6	1,943.0	2,213.1
텐센트 채널	125.4	198.0	666.4	1,081.9	951.8
3자 마켓	11.0	182.1	250.0	465.1	663.1
IP 활용 부가가치	12.2	162.7	247.4	385.6	1,003.0
오프라인 서적 출판		228.5	224.0		
기타	1.1	244.4	111.4	219.4	207.3
YoY Growth rate					
매출액		244.6%	59.1%	60.2%	23.0%
온라인 출판		114.3%	103.3%	76.8%	9.7%
자체 플랫폼		86.6%	79.0%	83.7%	13.9%
텐센트 채널		57.9%	236.7%	62.3%	-12.0%
3자 마켓		1561.9%	37.2%	86.0%	42.6%
IP 활용 부가가치		1239.5%	52.0%	55.9%	160.1%
오프라인 서적 출판			-2.0%		
기타		22,959.4%	-54.4%	97.0%	-5.5%
매출원가	264.0	1,026.1	1,502.0	2,019.6	2,480.3
% of sales	56.6%	63.9%	58.7%	49.3%	49.2%
기타영업이익		47.4	48.3	32.6	44.8
영업비용	198.3	906.6	1,256.7	1,650.9	1,857.7
일반판매관리비	198.1	895.2	1,155.4	1,649.4	2,019.6
% of sales	42.5%	55.7%	45.2%	40.3%	40.1%
마케팅비	127.2	539.6	734.2	965.1	1,293.1
YoY		324.2%	36.1%	31.5%	34.0%
일반관리비	70.9	355.5	421.3	684.3	726.5
% of sales	15.2%	22.1%	16.5%	16.7%	14.4%
기타영업비용	0.2	11.4	101.3	1.6	-161.9
% of sales	0.0%	0.7%	4.0%	0.0%	-3.2%
영업이익	3.9	-278.7	-153.6	457.1	745.1
영업이익률	0.8%	-17.3%	-6.0%	11.2%	14.8%
순이익	-21.1	-347.6	36.7	556.1	910.6
순이익률	-4.5%	-21.6%	1.4%	13.6%	18.1%

Source: China Literature, KTB투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

투자의견 비율

BUY : 88.1%　　HOLD : 11.3%　　SELL : 0.6%

종목추천관련 투자등급

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- **BUY** : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- **HOLD** : 추천기준일 종가대비 -5% ~ +15%미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 종가대비 -5% 미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

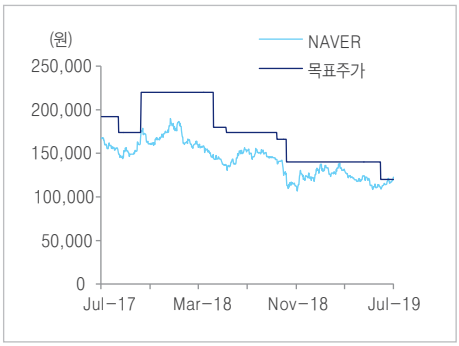
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
투자의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.
동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ NAVER(035420)

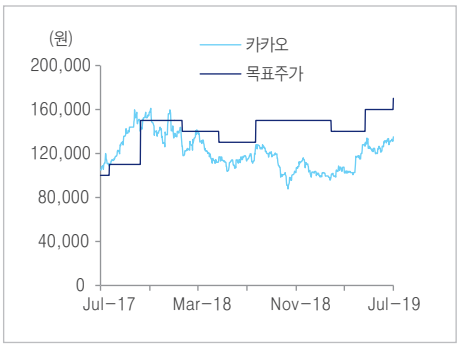


일자	2017.09.04	2017.10.30	2018.04.26	2018.05.28	2018.10.01	2018.10.26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	174,000원	220,000원	180,000원	174,000원	166,000원	140,000원
일자	2019.01.31	2019.06.18				
투자의견	HOLD	HOLD				
목표주가	140,000원	120,000원				

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
	2017-09-04	174,000	153,524	176,050	-11.89	1.03
	2017-10-30	220,000	166,154	190,270	-24.58	-13.64
	2018-04-26	180,000	142,075	147,810	-21.18	-18
	2018-05-28	174,000	147,182	156,622	-15.53	-10.12
	2018-10-01	166,000	134,969	142,803	-18.81	-14.1
	2018-10-25	140,000	122,570	138,500	-12.45	-1.07
	2019-06-18	120,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 7월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

◎ 카카오(035720)



일자	2017.8.11	2017.10.30	2018.2.8	2018.5.10	2018.8.10	2019.2.14
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY
목표주가	110,000원	150,000원	140,000원	130,000원	150,000원	140,000원
일자	2019.5.10	2019.7.22				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	160,000원	170,000원				

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
	2017-08-10	110,000	132,840	159,500	20.76	45
	2017-10-30	150,000	143,479	161,000	-4.35	7.33
	2018-02-09	140,000	124,619	141,500	-10.99	1.07
	2018-05-10	130,000	113,306	120,000	-12.84	-7.69
	2018-08-09	150,000	108,400	128,000	-27.73	-14.67
	2019-02-14	140,000	108,012	128,500	-22.85	-8.21
	2019-05-10	160,000	127,143	134,000	-20.54	-16.25
	2019-07-22	170,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 7월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

Research Center Profile

ktb 투자증권

기업분석

유틸리티
리서치센터장
신지윤
jyshin@ktb.co.kr

정유/화학
팀장
이희철
chemlee@ktb.co.kr

제약/바이오
팀장
이혜린
hrin@ktb.co.kr

반도체/디스플레이
연구위원
김양재
yj.kim@ktb.co.kr

건설/유통
연구위원
김선미
smkim@ktb.co.kr

운송/자동차
연구위원
이한준
hanlee@ktb.co.kr

스몰캡
연구위원
김재윤
jy.kim@ktb.co.kr

은행/지주
연구위원
김한이
haneykim@ktb.co.kr

인터넷/게임/미디어
연구위원
이민아
mina.lee@ktb.co.kr

스몰캡
연구원
김영준
yjkim311@ktb.co.kr

화장품
연구원
배송이
songi0703@ktb.co.kr

제약/바이오
연구원
강하영
hy.kang@ktb.co.kr

엔터테인먼트/광고
연구원
남효지
hjnam@ktb.co.kr

매크로

투자전략
팀장
박석현
shyun.park@ktb.co.kr

자산전략
수석연구위원
김한진
hjkim@ktb.co.kr

채권분석
연구위원
김명실
myoungsil@ktb.co.kr

계량분석
연구위원
김경훈
aimhigh2027@ktb.co.kr

경제분석
연구원
임혜윤
hylim@ktb.co.kr

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2019.05.07	김한이	**지주회사** : 자체 성장하는 회사 vs. 계열사를 지원하는 회사
2019.05.13	김양재	**비메모리, 가보지 않은 길** : 비메모리 산업 분석 편
2019.05.20	이희철	**태양광, 하반기가 기대된다** : 고효율 제품이 성장 주도, 한화케미칼 Top pick
2019.05.20	이혜린 • 강하영	**씨젠 (096530)** : 이제는 실적이 주가 상승의 Key
2019.05.20	김한이	**우리금융지주 (316140)** : 자회사 편입, 조속한 발표가 향후 주가에 긍정적
2019.05.27	매크로 팀	**2019년 매크로 하반기 전망** : 생존법 시즌2
2019.06.03	스몰캡 팀	**3가지 관점으로 찾은 미중 무역분쟁 중소형 수혜주**
2019.06.10	김한진	**Market & Beyond** : 자산시장 새로운 국면모색 – Cycle Matures_Stopover
2019.06.17	배송이	**화장품** : 위기의 한국 화장품, 기회를 찾아서
2019.06.25	박석현	**Equity Strategy** : 연준 금리인하와 경기침체 – Risk of Inflation Shortfall
2019.07.01	김선미	**건설** : 수주보다는 실적이 주가를 견인 – 국내편
2019.07.08	이한준	**자동차** : 중국 회복, 예상보다 빠를 전망
2019.07.08	김재윤	**스몰캡** : Libra와 페이스북이 촉발시킬 新 화폐혁명
2019.07.15	김선미	**건설** : 수주 보다는 실적이 주가를 견인 – 해외편

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 **www.ktb.co.kr**

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 **강남금융센터** | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륭서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.