



# 인터넷

**중립 (유지)**

**멀티플 디스카운트**

 **신한투자증권**  
기업분석부

강석오 선임연구원  
☎ 02-3772-1543  
✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원  
☎ 02-3772-1539  
✉ jhko0330@shinhan.com



신한 리서치  
투자정보



## Contents

Investment Summary	3
Key Charts	4
I. 성장 둔화와 멀티플 디스카운트	6
II. 트래픽의 이동과 지각 변동	10
III. Top Pick: SOOP	19
Company Analysis	
NAVER(035420) - Trading Buy (유지), 목표주가 200,000원 (유지)	21
카카오(035720) - Trading Buy (유지), 목표주가 50,000원 (유지)	28
SOOP(067160) - 매수 (유지), 목표주가 190,000원 (유지)	35

## Investment Summary

### 보이지 않는 반등의 기미

인터넷 섹터 성장을 둔화

광고: 업황 부진 지속

커머스: 중국 플랫폼들의  
공격적인 한국 진출

국내 인터넷 기업들의 주요 수익원인 광고와 커머스 사업에서 반등의 기미는 전혀 보이지 않았다. 광고경기전망지수는 역대 최저치를 경신했고 온라인 광고 시장 성장률은 예년 대비 하락한 4.1%로 예상된다. 업황 부진으로 네이버는 1Q24 서치플랫폼 광고 매출 YoY +5%, 커머스 광고 YoY +0.3%를 기록했다. 커머스 산업도 녹록치 않은데 해외 직구 급증으로 온라인 침투율이 40%를 돌파했다. 젊은 소비층 중심의 인기로 해외 직구 거래액은 2023년 +26.9% 성장했고, 낮은 수수료로 국내 브랜드 입점을 유도해 종합 쇼핑몰 경쟁은 더욱 심화될 전망이다.

### 멀티플 디스카운트

해외 플랫폼들 대비  
낮은 매출 성장률로  
멀티플 디스카운트 전망

2024~25년 MS, 구글, 메타는 13~18% 수준의 외형 성장이 예상된다. 반면 네이버/카카오는 한 자릿대 성장에 진입할 것으로 추정하며, 모바일 플랫폼 전체가 고성장하던 2010년과 달리 국내외 플랫폼 기업들의 주가 디커플링이 나타날 전망이다. 향후 큰 외형 성장을 만들어낼 수 있을 AI, 인플루언서 기반 사업에 대한 준비가 글로벌 기업 대비 미비해 경쟁력이 부재하다는 판단이며, 신규 트래픽을 유입시킬 만한 콘텐츠 확보에도 실패했다. 국내 기업들의 주가 및 멀티플 하락은 단순히 업황이 좋지 않은 것만의 이유가 아니라 플랫폼 경쟁력 상실에 따른 적정 가치로의 이동으로 볼 수 있겠다. 따라서 멀티플 밴드의 하단에 접근했더라도 기계적인 바텀피싱보다는 신사업 검증 이후의 진입을 추천한다.

### 트래픽의 이동과 지각 변동

숏폼/인플루언서 콘텐츠  
확보 실패로 온라인 사업  
주도권 이동 전망

숏폼/인플루언서 콘텐츠가 글로벌 트렌드로 자리잡았고 국내 기업들은 콘텐츠 확보에 실패해 트래픽을 빼앗기고 있다. 인플루언서 플랫폼 내 광고/커머스/후원 경제 시장의 활성화로 국내 기업들의 멀티플 디스카운트가 예상된다. 또한 인플루언서 기반의 광고/커머스 효율이 매우 높아 이미지 노출형 DA 수요는 하락할 것이고, 국내 종합 쇼핑몰들의 출혈 경쟁은 장기화될 전망이다.

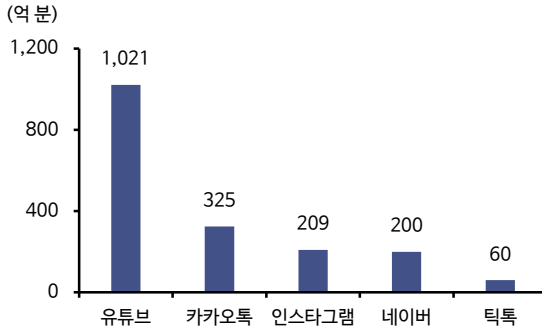
### Top Pick: SOOP

Top Pick: SOOP  
목표주가 190,000원

SOOP은 스트리밍 플랫폼으로서 팬덤/후원 경제 문화를 기반으로 향후 인플루언서/콘텐츠형 광고를 포함한 BTL 매출 성장을 목표로한다. 특히 우리나라보다 인구가 훨씬 많은 아시아 시장에서 e스포츠 중심의 사업을 전개할 계획이다. 6월 5일 글로벌 앱 론칭 예정이며 초반엔 유명 프로게이머들의 방송으로 트래픽을 일으키고, 향후 현지 스트리머들이 정착하며 후원경제 생태계를 만들어나갈 것이다. 아시아 내 경쟁사들의 전략 실패로 사업을 축소하고 있어 동사에게는 신규 트래픽을 확보할 좋은 기회라 판단한다. 국내 기업들 중 유일하게 트래픽 성장을 기대할 수 있어 실적 성장과 멀티플 리레이팅이 동시에 나타날 전망이다.

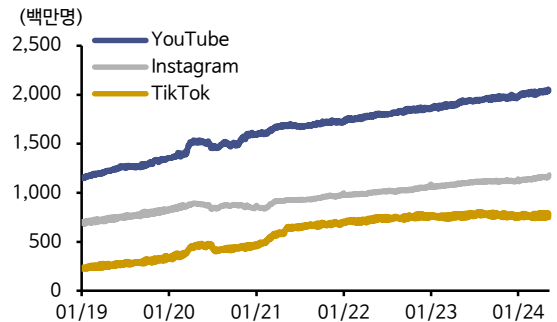
## Key Charts

2024년 4월 한국 모바일 앱 사용시간 순위



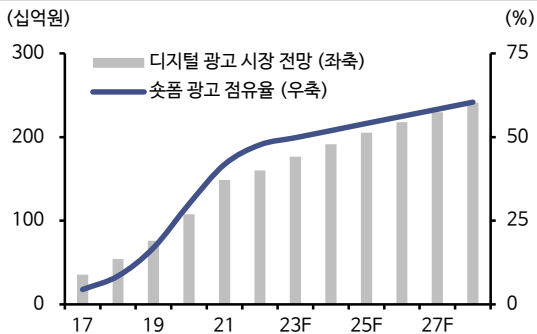
자료: 와이즈앱, 신한투자증권

유튜브/인스타그램/틱톡 글로벌 DAU 추이



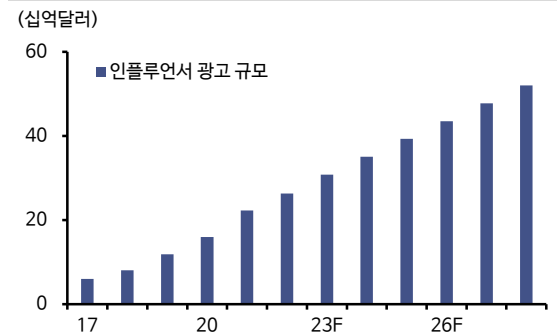
자료: 센서타워, 신한투자증권

글로벌 디지털광고 시장 및 숏폼 점유율 전망



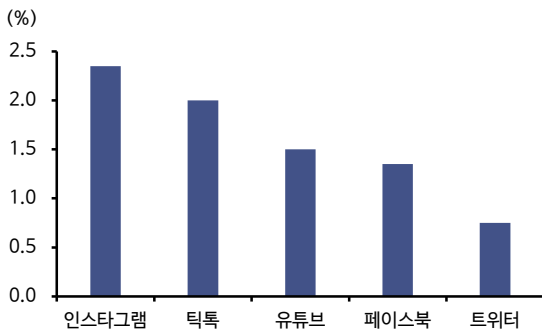
자료: Statista, 신한투자증권

글로벌 인플루언서 광고 시장 규모



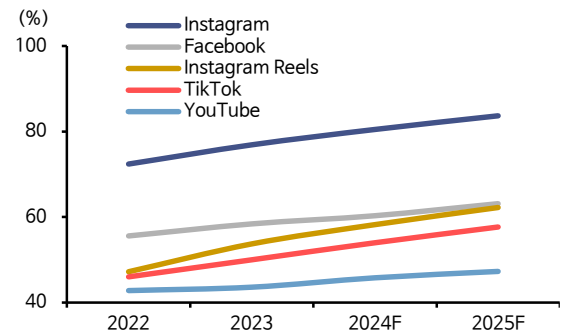
자료: Statista, 신한투자증권

플랫폼별 인플루언서 광고 전환율 중앙값



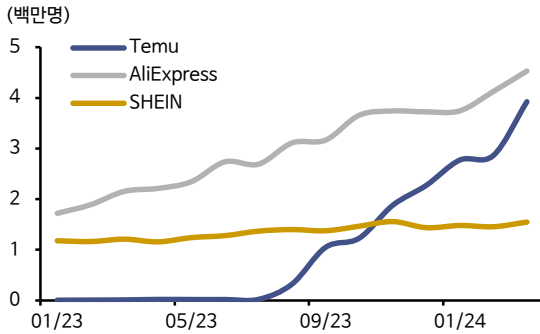
자료: seowithdavid,, 신한투자증권

인플루언서 마케팅시 사용 플랫폼 비중



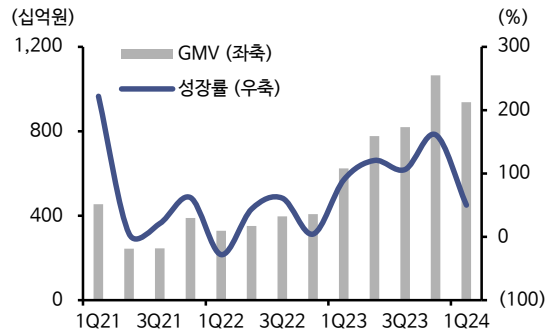
자료: eMarketer, 신한투자증권

### 중국 직구 플랫폼 한국 MAU 추이



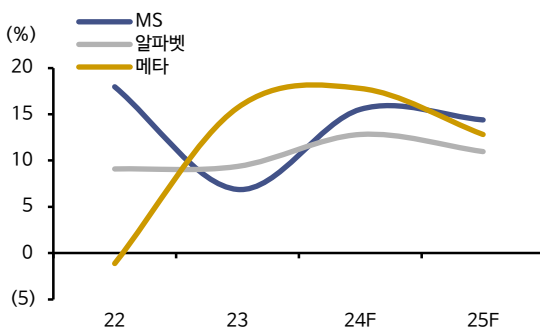
자료: 센서타워, 신한투자증권

### 중국 해외 직구 GMV 및 성장률 추이



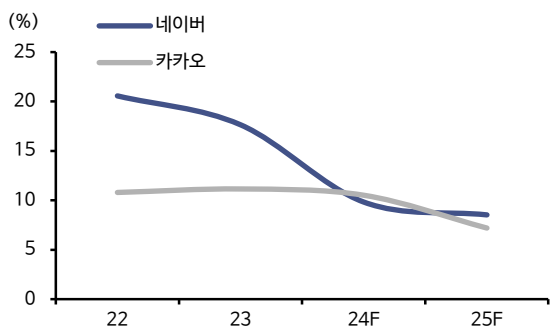
자료: 통계청, 신한투자증권

### 해외 플랫폼 기업 매출액 성장률 추이



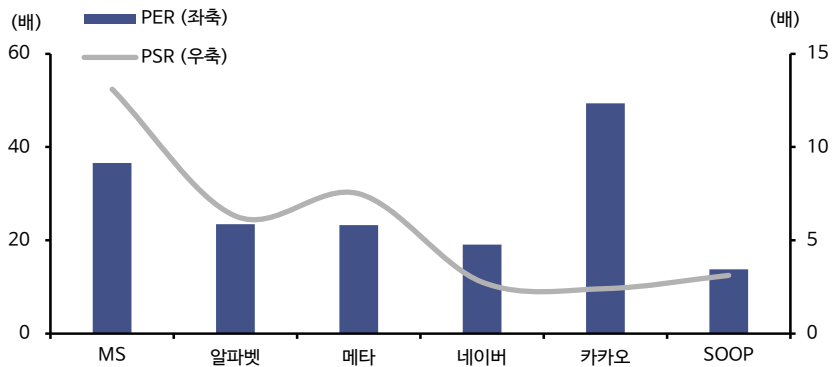
자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

### 한국 플랫폼 기업 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

### 플랫폼 기업들의 FY2024 PER 및 PSR 비교 (컨센서스 기준)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## I. 성장 둔화와 멀티플 디스카운트

### 플랫폼들간 성장을 차이 부각

#### AI 성과 가시화되는 글로벌 플랫폼

본격적 AI를 활용하는  
글로벌 플랫폼들

지난 5월 13일 OpenAI는 이전 버전보다 개선된 멀티모달 AI 모델 GPT-4o를 공개했다. 속도나 정확도의 개선뿐만 아니라, 텍스트가 아닌 음성으로 이용할 수 있게 되었다. 이와 함께 마이크로소프트는 Azure AI Studio에 탑재해 유저들이 GPT-4o 기반의 AI 모델을 개발할 수 있도록 했다. 구글도 Gemini를 탑재한 검색엔진을 공개해 AI 경험 대중화에 나설 계획이다.

한편 파운데이션 모델을 개발하고 서비스하는 네이버의 성과는 아직 미미하다. 하이퍼클로바X 기반 서비스들로 광고, 커머스, 검색 등 다양한 영역에 적용을 시도하고 있지만 의미있는 성과는 단기에 어려워 보인다. 언론에 따르면, 데이터 처리 효율을 높이고 비용을 줄이기 위해 삼성전자와 공동개발을 발표했던 마하-1의 개발도 순탄치 않은 상황이다.

#### OpenAI, GPT-4o 공개 (5/13)



자료: OpenAI, 신한투자증권

#### MS, Azure에 GPT-4o 탑재



자료: Microsoft, 신한투자증권

#### AI칩 마하-1 개발 중 삼성전자-네이버 갈등

[단독] 뱀격대는 K-AI칩 '마하-1'...삼성전자-네이버 갈등 수면 위로

강필용 기자 | 입력 2024-05-22 18:40



자료: 언론 보도, 신한투자증권

#### 구글 Gemini 탑재한 검색엔진 공개



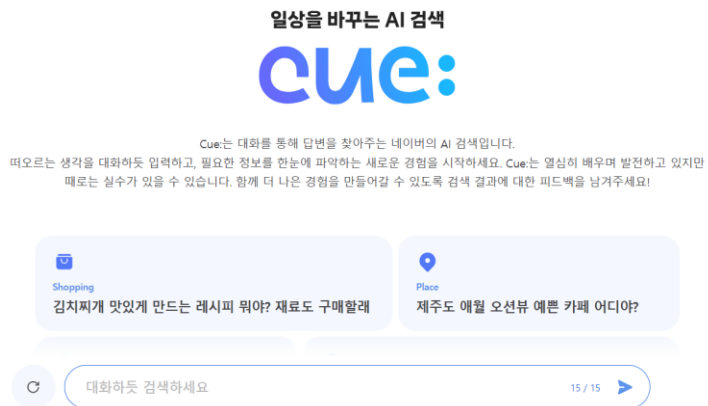
자료: 구글, 신한투자증권

네이버와 카카오의  
다른 AI 전략 전개

## 네이버와 카카오는 각자의 전략으로...

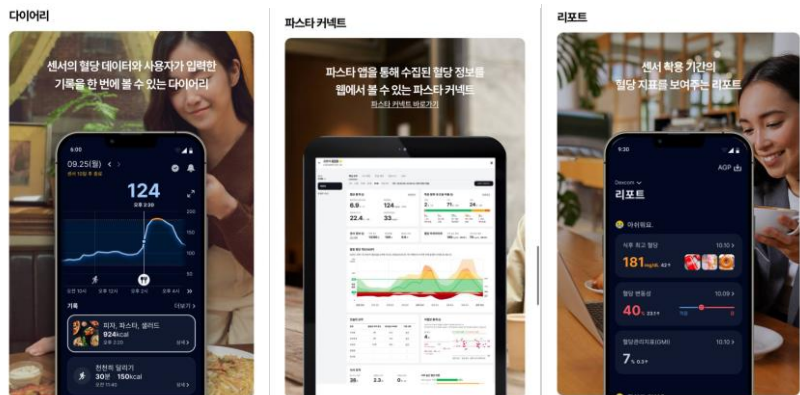
OpenAI의 ChatGPT를 시작으로 대화형 및 생성형 AI가 주목받음에 따라 전 세계 많은 소프트웨어/플랫폼 기업들이 파운데이션 모델 제작에 뛰어들었다. 그러나 모델 학습을 위한 비용이 천문학적이고 GPU 부족 현상까지 나타나 기업들의 전략이 나뉘는 모습이다. 국내에선 네이버가 파운데이션 모델에 가장 앞서있다. 대규모 언어모델 하이퍼클로바X를 기반으로 업무용 소프트웨어뿐만 아니라 기업들의 입맛에 맞는 AI를 직접 제작할 수 있는 클로바 스튜디오까지 서비스가 파생되는 모습이다. 반면 카카오는 카카오톡이라는 플랫폼 내에 AI를 활용한 콘텐츠를 제작하는 데 집중할 것으로 보인다. 파운데이션 모델 제작 비용을 아끼며 이미 확보해놓은 트래픽을 활용하겠다는 전략이다.

## 네이버 대화형 AI 서비스 Cue:



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 카카오헬스케어 AI 혈당관리 서비스 &lt;파스타&gt;



자료: 회사 자료, 신한투자증권

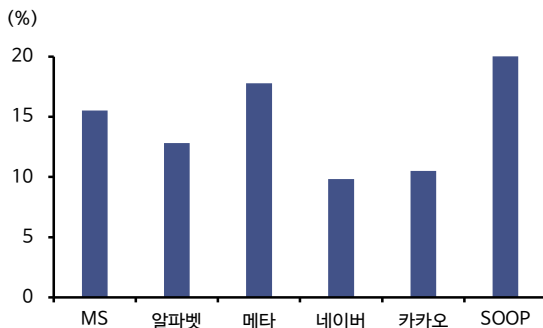
## 외형 성장의 격차 확대

플랫폼 기업의 특성 상  
현재의 매출액 성장률  
높은 기업 발굴 필요

성장주로 분류되는 플랫폼 산업 내 기업들은 현재의 투자가 비용처럼 보일 수 있지만 충분한 트래픽과 캐시카우가 형성되었을 때 비용을 축소하며 큰 폭의 영업 레버리지를 만든다. 2019~2021년 콘텐츠/클라우드 투자를 통한 매출 성장은 2022~23년 인건비를 통제하는 과정에서 엄청난 규모의 영업이익으로 다가왔다. 2026~27년 높은 이익 성장을 기록할 기업을 찾는 투자자라면 지금은 2024~25년 매출액 성장률이 높은 기업을 선별해야할 때다.

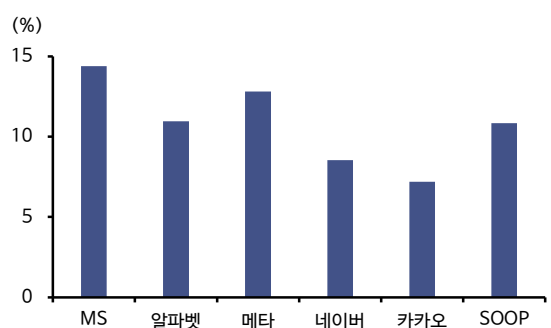
2010년대에는 모바일 플랫폼의 등장으로 대부분의 기업이 시장 성장의 수혜를 누렸지만, 2020년대는 서비스 차별화를 통한 트래픽 경쟁이 불가피하며 매출 성장 격차로 이어질 전망이다. 마이크로소프트, 알파벳, 메타의 FY2024 매출액 성장률은 약 13~18% 수준으로 예상되며 FY2025에도 두 자릿대 외형 성장을 이어갈 전망이다. 반면 꾸준히 두 자릿대 성장을 보여왔던 한국 기업들은 올해부터 한 자릿대에 진입한다. SOOP은 경쟁사의 사업 축소와 글로벌 진출로 2024년 21%의 매출 성장이 예상되지만 네이버와 카카오는 저성장 국면에 빠질 전망이다.

FY2024 플랫폼 기업 매출액 성장률



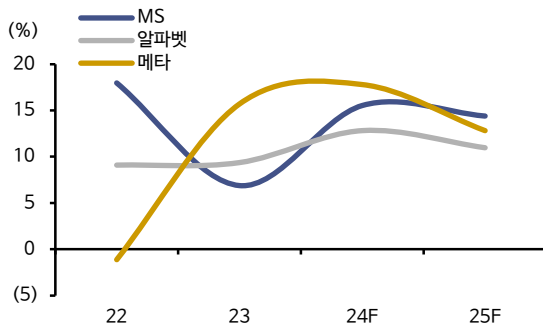
자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

FY2025 플랫폼 기업 매출액 성장률



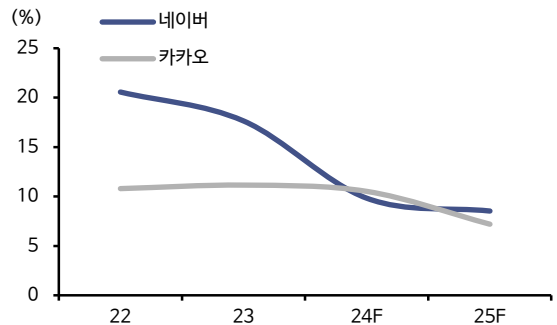
자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

해외 플랫폼 기업 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

한국 플랫폼 기업 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

### AI와 인플루언서 콘텐츠 신사업과 트래픽을 통한 매출 성장의 신동력

#### 성장성에 따라 달라진 멀티플 수준

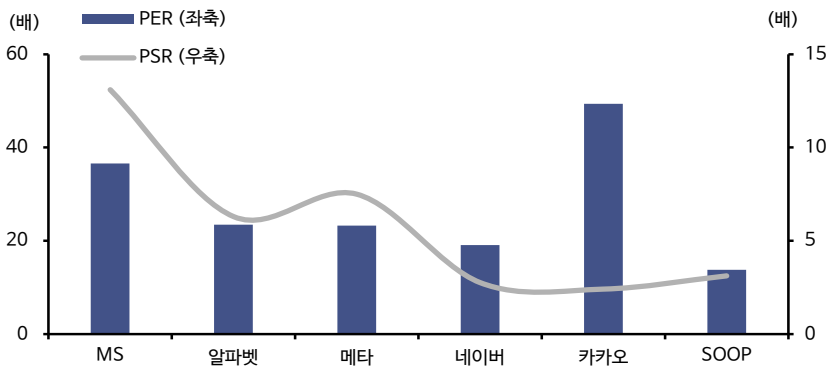
결론적으로 현재 플랫폼 기업들에게는 매출 성장을 일으킬 수 있는 신사업과 트래픽이 필요하다. 모바일 하드웨어 등장, 콘텐츠/클라우드 투자를 통한 과점적 지위 획득으로 이어진 과거 흐름이 이번엔 AI와 인플루언서 콘텐츠 영역에서 다시 한 번 나타날 것으로 전망한다. AI 기술과 서비스들이 업로드되는 플랫폼, 분야별 특화 AI 어플리케이션, 인플루언서를 기반으로 한 광고와 커머스 경제, 10분만에 모든 스토리를 경험할 수 있는 숏폼 영화와 드라마까지, 현재의 컨센서스는 이러한 신성장 기술과 콘텐츠가 반영되어 있을 것이고, 예상 성장성에 따라 기업들의 주가는 각자의 위치로 조정되고 있다.

국내외 기업들의 주요 사업 내용과 콘텐츠 성격에 차이가 존재하지만, 온라인 광고/커머스/콘텐츠/AI 사업을 전반적으로 영위하고 성장주로 분류 되기에 피어로 볼 수 있다. 특히나 비교 기업들은 현재 글로벌 및 한국 시장에서 트래픽 경쟁을 하고 있다는 데에 공통점이 있다.

비교 기업들의 PER은 13.8x~36.6x, PSR은 2.4x부터 13.1x까지 넓게 분포되어 있으며 이 중 시가총액이 가장 큰 마이크로소프트가 두 멀티플 모두 최상위를 기록했다. 네이버는 웹툰, 카카오는 엔터테인먼트와 모빌리티, 금융 등으로 SOTP를 통해 높은 멀티플이 적용되기도 했지만 신성장 사업으로 불렸던 부문들의 성장률이 크게 둔화되어 주가 하락세가 오랜 기간 이어지고 있다.

네이버는 과거 PER 30~40배 수준을 유지했었고 비용 통제로 영업이익의 성장을 만들어냈지만 주가는 최근 PER 20배를 하향 돌파했다. 일각에서는 PER 또는 PBR 밴드의 역사적 하단 수준에 근접해 저점 매수의 기회로 보기도 하지만, 당사는 외형 성장의 둔화로 적정 기업 가치로의 이동이라는 판단이다. 즉 두 자릿대 성장률을 기록할 알파벳과 메타가 PER 20배 초중반 수준을 보이고 있는 한 올해와 내년 저성장을 보일 네이버의 멀티플은 반등하기 어려울 것이다. 시장의 매출액 성장을 컨센서스가 상향될 수 있을만한 무언가가 필요한 시점이다.

플랫폼 기업들의 FY2024 PER 및 PSR 비교 (컨센서스 기준)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## II. 트래픽의 이동과 지각 변동

### 콘텐츠 트렌드 변화가 만들어낸 트래픽 이동

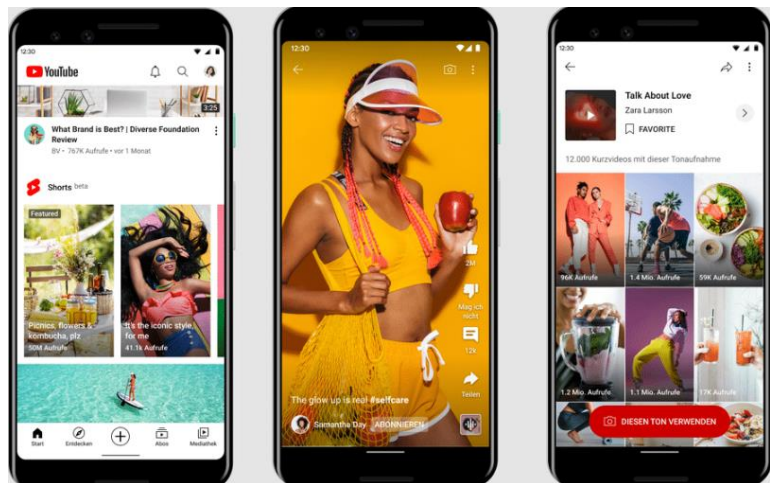
#### 숏폼/인플루언서 콘텐츠 부각

지난 4월 한국인이 가장 많이 사용한 모바일 앱 Top 5를 유튜브(1,021억분), 카카오톡(325억분), 인스타그램(209억분), 네이버(200억분), 틱톡(60억분)이 차지했다. 특히 인스타그램은 작년 4월 150억분에서 1년동안 유저 총 이용시간이 39% 증가하면서 처음으로 네이버보다 높은 순위를 기록했다. 향후 쇼츠, 릴스 등 숏폼 콘텐츠 인기가 지속됨에 따라 해외 플랫폼 사용량의 상승세가 예상된다.

숏폼의 트래픽 증가,  
새로운 경제 활동의 무대로  
영향력 확대 주목 필요

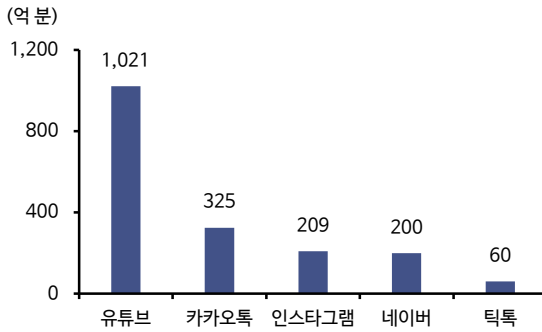
숏폼 콘텐츠의 시대다. 30초에서 1분짜리 영상에 사람들은 수 시간을 소요하고, 콘텐츠를 생산하기 위해 연기하거나 춤을 추고 있는 사람들을 흔하게 볼 수 있다. 영상/음악/미디어/게임 등 콘텐츠 산업 전반에서 숏폼으로 트래픽이 쏠리고 있으며, 유튜브 숏츠, 인스타그램 릴스 등 인플루언서 플랫폼의 성장을 이끌고 있다. 조사에 따르면 20~39세 SNS 유저 중 콘텐츠 과금 경험이 있는 사람은 50% 이상, 10대/40대도 각각 44%/36%로 낮지 않다. MZ세대 등 젊은 유저층이 지금부터 수년 뒤까지 전 세계 주 소비층으로 자리잡게 되면 숏폼 플랫폼 내에서 일어나는 경제 활동의 영향력이 커질 것으로 전망해 주목할 필요가 있다. 이들은 앞으로 TV를 대신해 라이브 스트리밍을 시청하며 광고를 접하고, 물건을 구입하고, 좋아하는 인플루언서에게 후원하는 모든 행위를 인플루언서 플랫폼에서 행할 것이기 때문이다.

#### 인플루언서 플랫폼을 통한 영상 시청, 라이브 커머스 등의 유저 행동 증가 전망



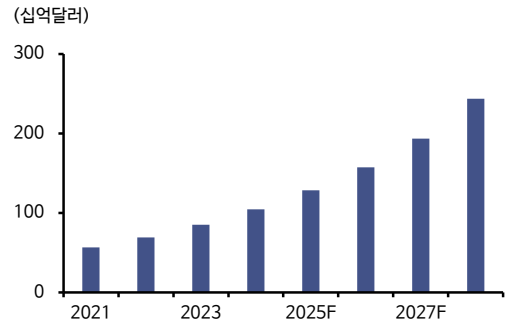
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 2024년 4월 한국 모바일 앱 사용시간 순위



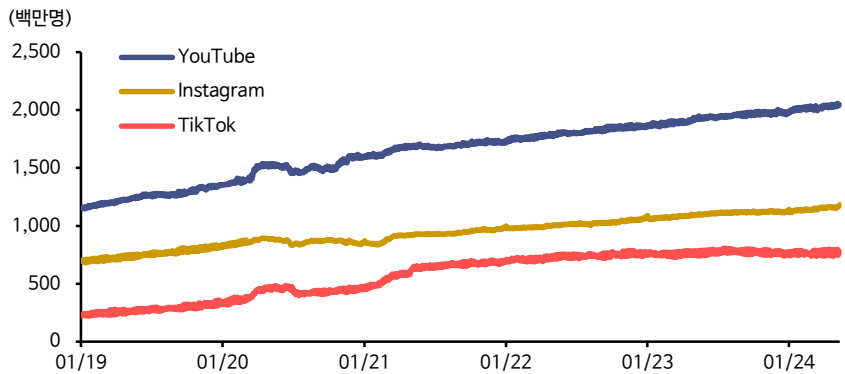
자료: 와이즈앱, 신한투자증권

## 글로벌 라이브 스트리밍 시장 규모 전망



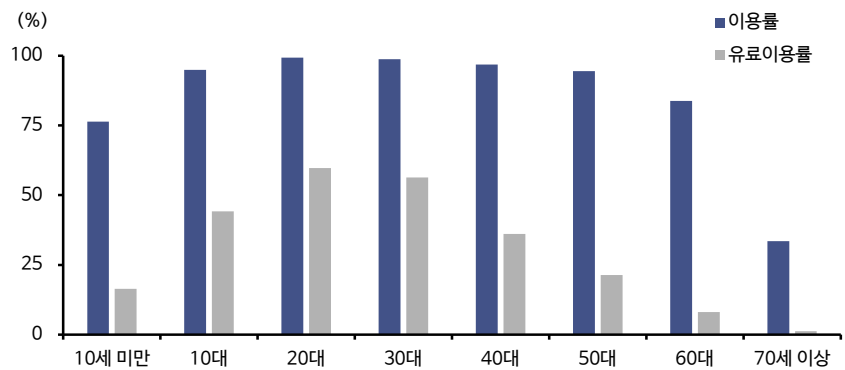
자료: Business Research Insight, 신한투자증권

## 유튜브 / 인스타그램 / 틱톡 DAU 추이



자료: 센서타워, 신한투자증권

## 연령별 SNS 유료 이용률 (디지털 콘텐츠 과금 경험자 비율)



자료: 정보통신정책연구원, 신한투자증권

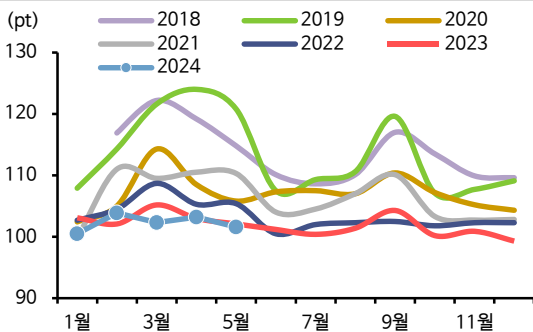
## 광고: 인플루언서 광고의 높은 효율

### 업황 부진 지속

온라인 광고 시장  
24년 4.1% 성장률 전망  
업황 반등 여력 부재

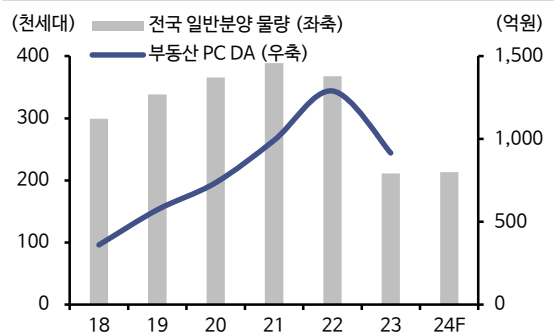
광고경기전망지수(KAI)는 2024년에도 역대 최저치를 경신하고 있다. 2023년 최악을 겪고 더 이상 악화되기 힘들다는 전망들이 있지만 회복될 조짐도 보이지 않는다는 것이 주식으로서는 성장주의 멀티플을 갉아먹고 있다. KOBACO에 따르면 2024년 한국 광고 시장은 2.7%, 온라인 광고 시장은 4.1%의 성장률을 기록할 전망이다. 경기민감 업종이라 하더라도 2024년 경제성장률이 2.3%(신한투자증권 전망)로 예상되는 가운데 온라인 광고 업종의 4.1% 성장률은 매력적으로 보이기 어렵다. 특히 경기에 민감한 디스플레이 광고(DA)는 2023년 대부분의 기업들에서 역성장했고, 1Q24 역성장세는 면한듯 하지만 회복 및 반등의 신호로 보기엔 약하다. 네이버는 낮은 기저로 1Q24 서치플랫폼 광고 매출은 YoY +5% 증가했지만, 커머스 광고 매출은 YoY +0.3% 증가에 그쳤다.

#### 광고경기전망지수 온라인 부문 추이



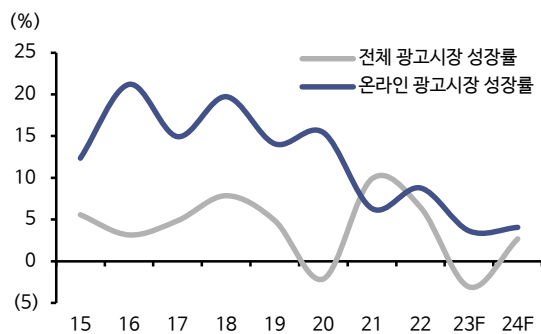
자료: KOBACO, 신한투자증권

#### 분양물량 및 부동산 온라인 광고비(PC) 추이



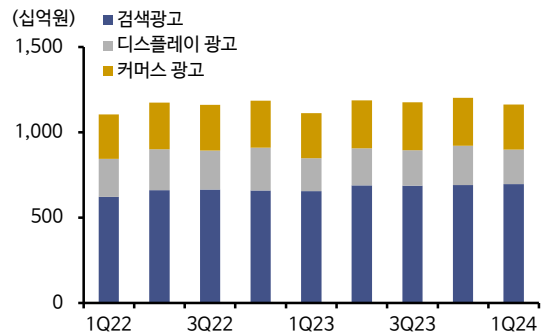
자료: 통계청, 리서치앤드, 신한투자증권

#### 광고 시장 전체 및 온라인 부문 성장률 비교



자료: KOBACO, 신한투자증권

#### 네이버 광고 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

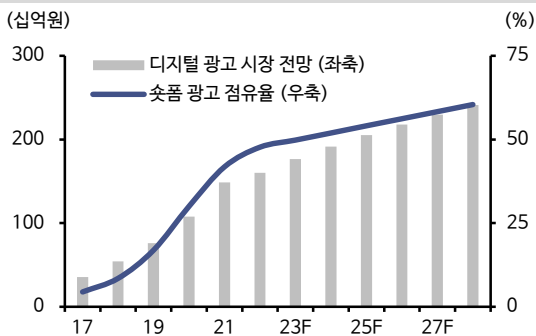
### CTR 2%, 높은 효율의 인플루언서 광고는 광고시장의 새로운 선택지

#### 인플루언서 광고의 높은 효율로 점유율 상승 전망

2023년 광고 시장 침체 이후 아직 회복세가 나타나지 않는 이유는 기업들의 마케팅/광고비 효율적 집행 기조가 이어지고 있기 때문이다. 이는 단순히 광고 예산을 축소하는 것만이 아니라 높은 전환율을 보일 수 있는 광고 상품에만 예산을 집행한다는 뜻이기도 하다. 꾸준하게 높은 전환율을 보이는 구글과 네이버의 SA는 경기에 흔들리지 않는 모습이지만 브랜드 광고 비중이 높아 경기민감도가 높은 DA는 현재 수요가 크게 감소한 것으로 파악된다.

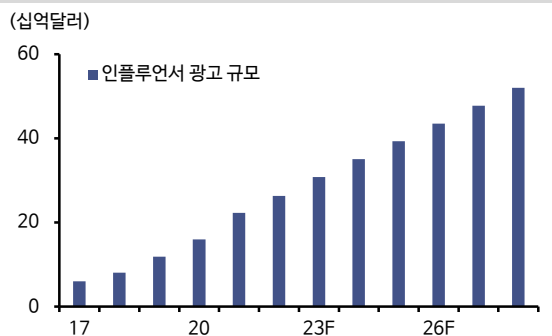
광고 산업은 SA와 인플루언서 광고로 양극화될 전망이다. 인플루언서 광고의 효율이 매우 높아 글로벌 인플루언서 광고 시장의 고성장이 예상된다. 조사에 따르면 인스타그램과 틱톡의 인플루언서 광고 전환율은 약 2% 수준을 기록해 일반적인 DA의 0.5% 효율을 크게 상회했다. 인플루언서의 경우 팬덤을 보유하고 있어 라이브 커머스나 광고를 진행했을 때 팬들의 지지가 강한 덕분으로 보인다.

#### 글로벌 디지털광고 시장 및 숏폼 점유율 전망



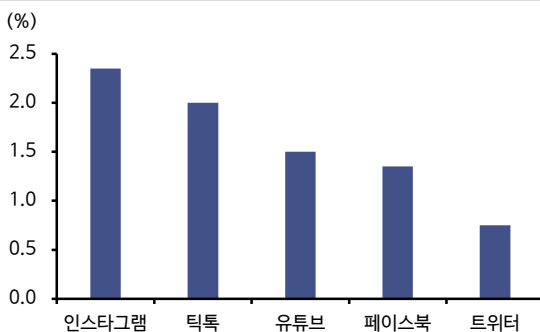
자료: Statista, 신한투자증권

#### 글로벌 인플루언서 광고 시장 규모



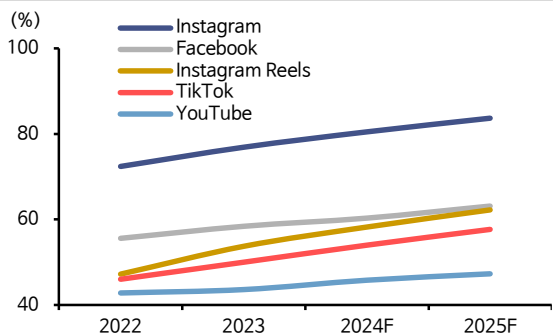
자료: Statista, 신한투자증권

#### 플랫폼별 인플루언서 광고 전환율 중앙값



자료: seowithdavid,, 신한투자증권

#### 인플루언서 마케팅시 사용 플랫폼 비중



자료: eMarketer, 신한투자증권

## 커머스: 유튜브/틱톡 커머스 및 해외직구 성장 기대

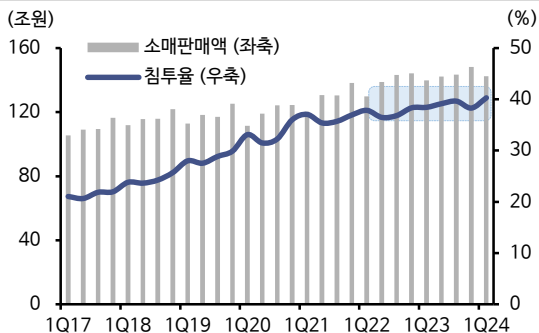
### 온라인 쇼핑 성장 둔화와 해외 직구 급증

온라인 성장 둔화에도,  
중국 직접 구매액 증가

소매판매액 중 온라인 침투율은 1Q24 처음으로 40%를 돌파했다. 소비 양극화, 소비 침체 등의 영향으로 온라인 커머스 거래액의 성장세는 확실히 둔화된 모습이다. 향후 업황이 우려되는 점은 바로 PC 인터넷 쇼핑과 모바일 쇼핑의 성장률이 높은 한자릿대로 거의 같아졌다는 것이다. 과거에는 모바일 하드웨어 및 플랫폼의 트래픽 자연 성장에 따라 모바일쇼핑이 전체 거래액 성장을 이끌었지만, PC와 모바일 쇼핑 성장률이 같아졌다는 것은 자연 성장이 크게 감소하고 점유율 경쟁이 심화되는 시점이 도래했다는 의미이기 때문이다.

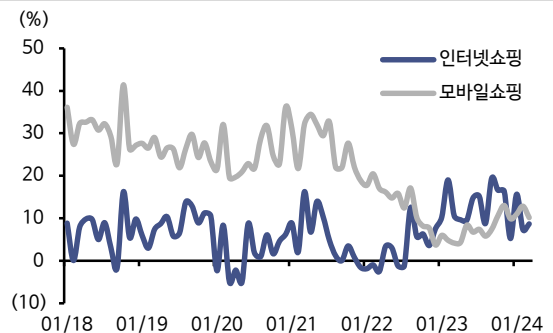
2023년 온라인 쇼핑 거래액은 약 7% 증가했다. 리오프닝의 여파가 아직 남아있는 상황에서 온라인 침투율이 40%를 돌파한 것은 주목할 만한데, 해외 온라인 쇼핑 직접 구매(이하 해외 직구) 거래액이 큰 폭 증가했기 때문이다. 젊은 소비층 사이에서 알리캥/테무캥과 같은 초저가 소비가 유행하면서 해외 온라인 쇼핑 직접 구매액이 2023년 +26.9% 성장했다. 온라인 소매 판매 성장을 크게 상회하는 수치이고 저가 소비 트렌드가 단기에 끝나지 않아 중국 직구 플랫폼 유저 수의 증가와 함께 거래액의 고성장도 예상된다.

소매판매액 및 온라인 침투율 추이



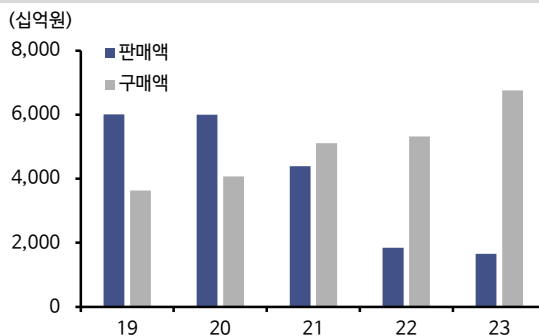
자료: 통계청, 신한투자증권

인터넷/모바일 쇼핑 성장률 비교



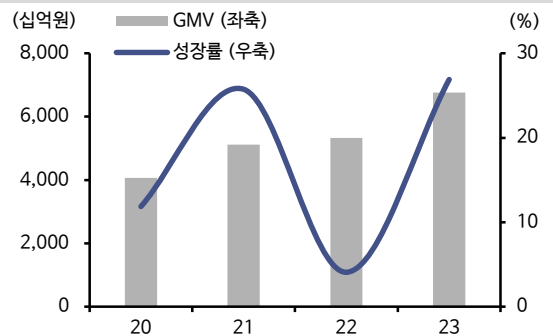
자료: 통계청, 신한투자증권

해외 온라인 쇼핑 직접 판매액 및 구매



자료: 통계청, 신한투자증권

해외 온라인 직구 GMV 및 성장률 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

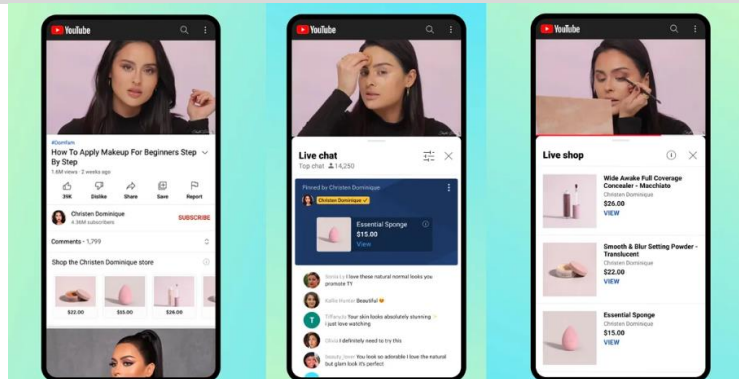
### 인플루언서 영향력 확대 타겟팅 효율이 높아 성공적인 커머스 전략

### 유튜브 쇼핑과 틱톡샵의 성장세 기대

크리에이터 영향력이 확대됨에 따라 인플루언서 플랫폼을 이용한 커머스 전략들이 성과를 보이고 있다. 숏폼 콘텐츠의 뷰어십이 빠르게 증가할 뿐만 아니라, 특정 인플루언서의 팔로워들은 비슷한 관심사와 성향을 보이기에 타겟팅 효율이 높기 때문이다. 일례로 뷰티 브랜드 '스킨천사'는 인도네시아 틱톡샵 활용 후 GMV가 8배 증가했다. 구글이 작년 카페24에 지분투자한 것은 유튜브 쇼핑 사업을 확대하려는 의도라 판단하며, 틱톡코리아는 지난 12월 틱톡샵 상표 출원 이후 최근 대규모 채용을 시작해 국내 진출이 임박한 것으로 보인다.

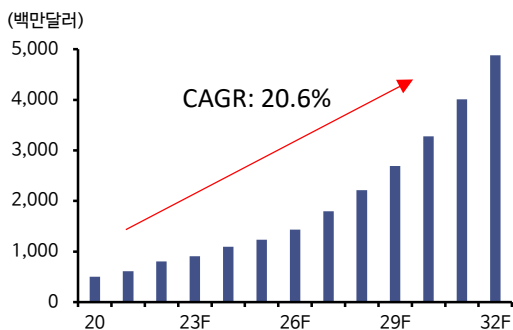
유튜브와 틱톡의 장점은 인플루언서들이 영상 또는 라이브 스트리밍을 통해 상품을 소개하고 추천할 수 있다는 것이다. 각 분야의 전문가들이 모여있는 만큼 특화된 라이브 커머스를 진행할 수 있으며, 팬덤을 포함한 시청자들의 몰입도 및 신뢰도가 높다는 것도 무기다. 글로벌 라이브 커머스 시장은 향후 연평균 20% 이상의 고성장이 예상되는데, 유튜브/인스타그램/틱톡 같은 스트리밍 플랫폼들이 라이브 커머스 시장의 성장을 촉진할 전망이다.

### 유튜브 쇼핑 개요

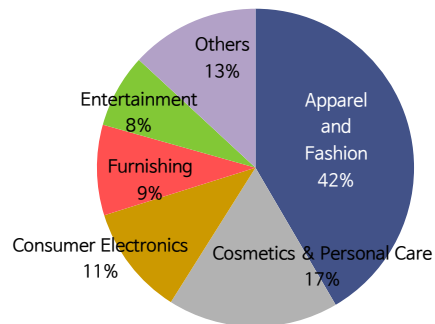


자료: Geekseller, 신한투자증권

### 글로벌 라이브 커머스 시장 규모 전망



### 글로벌 라이브 커머스 세그먼트 비중



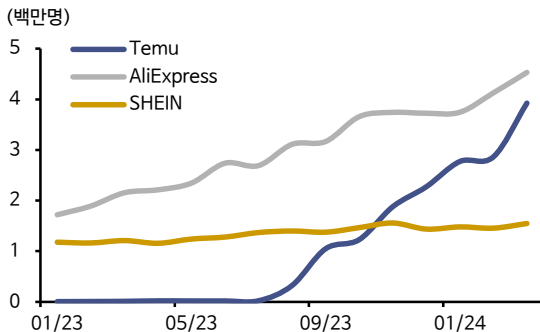
## 국내 종합 쇼핑몰 경쟁 심화 장기화

중국 직구 플랫폼들의  
적극적인 마케팅 하에서  
국내 종합 쇼핑몰 경쟁 심화

중국 직구 플랫폼들이 한국 종합 쇼핑몰 시장에 공격적으로 진출함에 따라 네이버/쿠팡/11번가/SSG로 굳혀졌던 점유율에 위협이 있을 전망이다. 알리익스프레스의 경우 일정 기간 0% 수수료 정책을 채택해 CJ제일제당, LG생활건강 등 국내 대형 브랜드들까지 입점하고 있다. 소비재 기업들의 입장에서는 수수료가 1%라도 낮아지는 순간 이익에 큰 기여가 가능해 매력적인 수익성의 마켓플레이스이기 때문이다. 알리캣/테무캣과 같은 유행성 저가 상품 쇼핑 이후 한국 상품을 다른 종합쇼핑몰 대비 더 저렴하게 구매하는 경험을 하며 유저들의 지속적인 방문으로 이어질 수 있다. 네이버 입장에선 쿠팡 수준의 배송 경쟁력이 부재한 동시에, 향후 커머스 매출 성장 전략으로 Take-rate의 향상이 고려했는데 치열해진 경쟁으로 한동안 해당 전략은 사용하기 어려울 것이다.

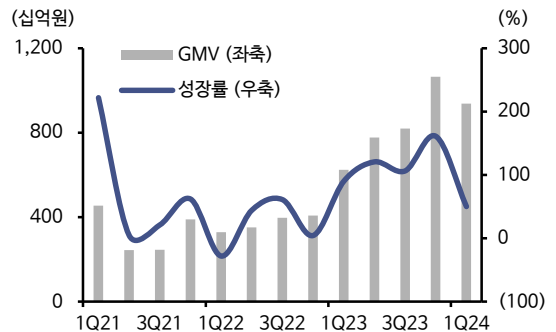
한편 카카오는 선물하기라는 특수한 영역의 사업을 통해 종합쇼핑몰들의 경쟁에서 자유로운 모습이다. 작년부터는 카카오톡 선물하기 렉스(명품 선물 서비스)를 통해 유저 ARPPU까지 높이고 있다. 중국 플랫폼들의 막대한 자본 중심의 경쟁에서 자유롭다는 점은 국내 커머스 플랫폼 내에서 상대적 매력에 될 수 있다.

### 중국 직구 플랫폼 한국 MAU 추이



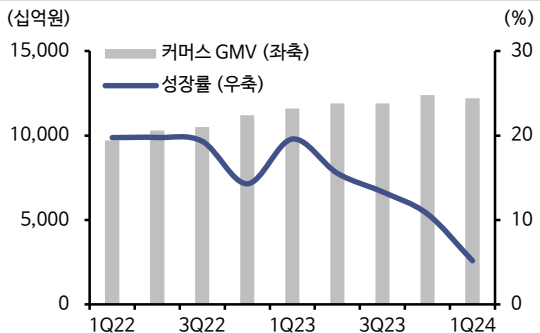
자료: 센서타워, 신한투자증권

### 중국 해외 직구 GMV 및 성장률 추이



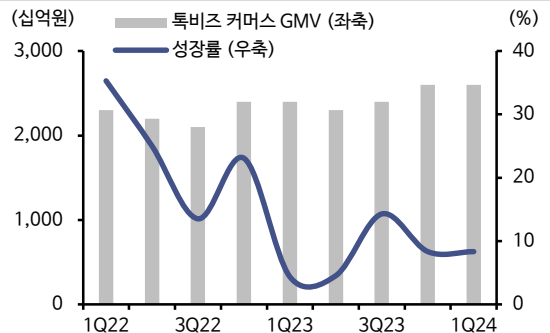
자료: 통계청, 신한투자증권

### 네이버 커머스 GMV 및 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 카카오 톡비즈 커머스 GMV 및 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹툰 산업 성장 둔화,  
웹툰 콘텐츠 자체의  
고민이 필요한 시점

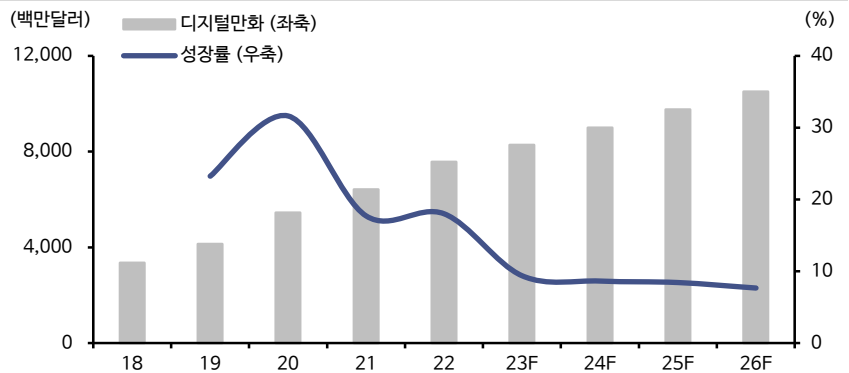
## 웹툰: 성숙 시장이 된 한국과 일본, 준비되지 않은 북미/유럽

### 성장 둔화와 마케팅비 축소 기조 유지

글로벌 디지털 만화 시장은 2023년 +9.4% 성장했다. 성숙 시장이 된 일본과 한국 외에 북미유럽, 중동 등 성장 여력이 많이 남은 지역을 포함했음에도 두 자릿대 성장을 이루지 못했다. 리오프닝으로 인한 트래픽, 거래액 하락뿐만 아니라 현재의 웹툰 콘텐츠가 서구권 유저들의 입맛에 맞는지도 고민해 보아야 할 것이며, 향후 수년간 높은 한 자릿대의 시장 성장이 전망된다.

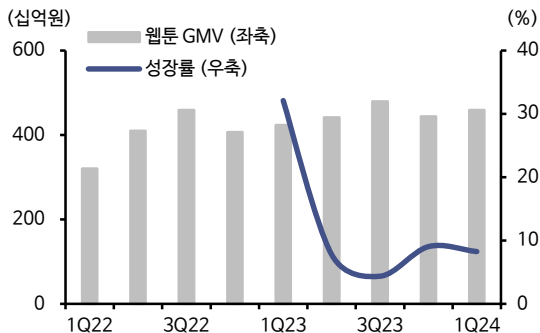
코로나19 이후 웹툰 시장 성장 둔화에 따라 이미 높은 점유율을 기록 중인 네이버와 카카오의 웹툰 서비스 GMV도 정체된 모습이다. 1Q24 네이버의 웹툰 거래액 성장률은 YoY +8%, 카카오페이지 -9%, 픽코마 0%를 기록했다. 따라서 2024년 인터넷 기업들의 주가 하락에는 높은 멀티플을 받던 웹툰 사업부가 외형 성장 둔화에 따라 디스카운트 된 영향이 포함되어 있다는 판단이다.

### 글로벌 디지털 만화 시장 규모 및 성장률 추이



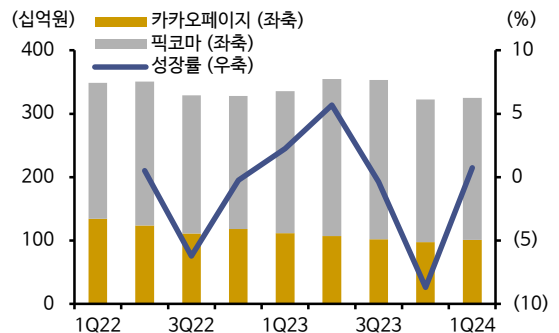
자료: 소프트웨어정책연구소, 신한투자증권

### 네이버 웹툰 GMV 및 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 카카오 웹툰 GMV 및 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

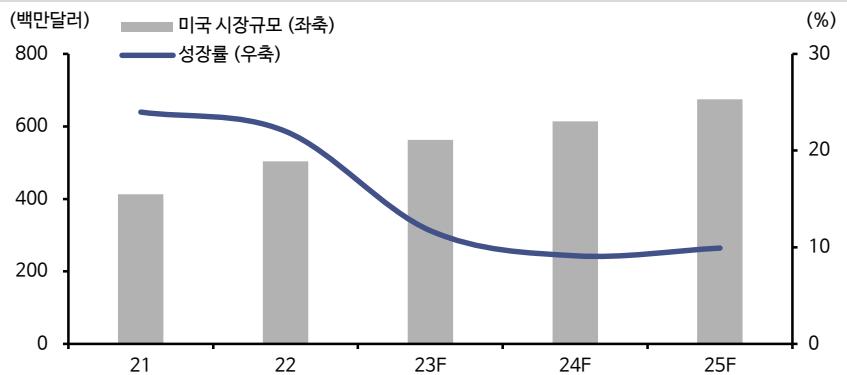
### 북미/유럽도 부진해 법인 철수 및 비용 축소

### 북미/유럽 성장성 결여로 비용 축소, 외형 성장 부진에 멀티플 하락 전망

한국과 일본은 웹툰의 성숙 시장이다. 웹툰의 인기가 일찍이 높았고 한국은 전 세계에서 가장 높은 75%의 디지털 침투율을 기록하기도 했다. 리오프닝, 비슷한 콘텐츠의 양산, 유행의 변화 등 다양한 이유가 있겠지만 결론은 주요 웹툰 시장인 한국이 역성장 중이라는 것이며, 일본도 한자릿대 성장률로 성장이 둔화되면서 높은 멀티플을 유지하기 어려운 상황이 되었다.

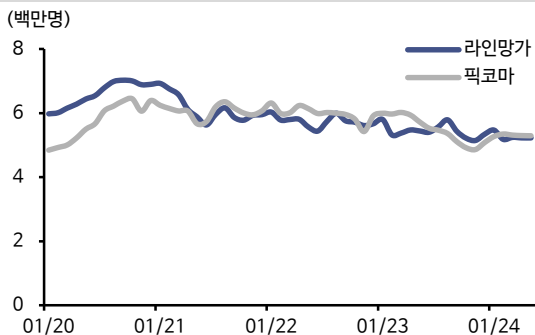
북미/유럽 시장은 아직 웹툰을 받아들이기 이른 모습이다. 코로나19로 온라인 활동이 활발했던 2020~2021년 이후로는 만화 앱 시장 성장률이 크게 둔화되었고, 2024년부터는 높은 한자릿대의 성장률을 기록할 전망이다. 네이버와 카카오 모두 성장이 둔화되고 마케팅 집행 대비 수익성이 낮은 지역은 철수하거나 비용 축소 기조를 보이고 있다. 네이버는 2022년 하반기 이후 분기마다 콘텐츠 부문의 적자가 축소되었고, 언론에 따르면 카카오픽코마는 프랑스에 위치한 픽코마 유럽 현지법인을 철수하기로 결정했다. 다시 높은 외형 성장을 보이기 전까지는 현재의 PSR 멀티플은 부담으로만 작동할 전망이다.

### 미국 만화 앱 시장 규모 및 전망



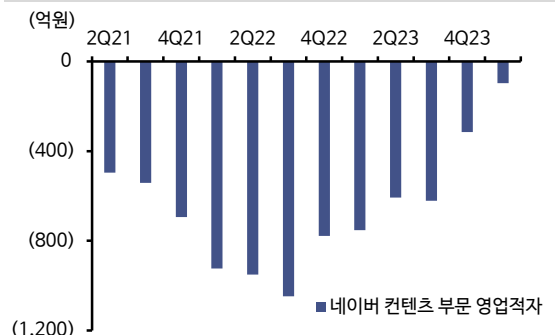
자료: 한국콘텐츠진흥원, 신한투자증권

### 일본 웹툰 서비스 MAU 추이



자료: 센서타워, 신한투자증권

### 네이버 콘텐츠 부문 적자 축소



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### III. Top Pick: SOOP

#### 인플루언서 이코노미로 성장할 수 있는 기업을 찾자

##### 트래픽의 이동이 불러온 지각 변동

숏폼/인플루언서 콘텐츠  
선점하지 못한 국내 플랫폼

숏폼 및 인플루언서 콘텐츠는 글로벌 트렌드다. 2~3년 전부터 변화한 유저들의 수요에 빠르게 대응한 구글의 유튜브, 메타의 인스타그램, 바이트댄스의 틱톡은 과점적 위치를 차지했고, 광고와 커머스 수익을 일으킬 일만 남았다. 반면 국내 플랫폼 업체들은 매력적인 콘텐츠를 확보하는 데 실패했고, 젊은 유저층 중심으로 트래픽 이탈이 나타나고 있는 것으로 추정한다. 해당 트렌드는 중장기적으로 지속될 전망이며 유저들의 높은 몰입도가 광고 및 커머스 효율도 높일 것으로 예상된다. 따라서 성장의 재료가 될 트래픽을 확보한 해외 플랫폼과 이에 실패한 국내 기업들간 주가는 한동안 다른 방향으로 움직일 가능성이 크다.

##### 업황 회복 힘들 전망, 콘텐츠 경쟁력 및 트래픽 확보만이 살 길

업황 반등의 동력 부재  
해외진출도 녹록치 않음

국내 인터넷 기업들의 주요 수익원인 광고/커머스/웹툰 모두 의미있는 회복을 기대하기 어렵다. 모바일 하드웨어가 등장했던 것처럼 구조적인 변화를 가져다줄 이슈는 단기에 부재하며, 경제성장률이 갑자기 큰 폭 상향조정되거나 소비 심리가 개선될 분위기도 아니기 때문이다. 광고는 전체 예산을 줄이면서도 효율 높은 상품에만 수요가 집중되고, 출혈 경쟁이 진행 중인 종합 쇼핑몰 사업은 낮은 진입장벽으로 인해 멀티플이 하락하고 있다. 웹툰 성숙 시장인 한국과 일본은 거래액이 정체되어 있고 블루오션이라 생각했던 북미/유럽은 한 자릿대 성장이 나타나 네이버와 카카오가 아무리 1위 기업이라도 높은 멀티플을 부여하기 어렵다.

부정적인 업황 속에 시간이 갈수록 국내외 기업간 외형 성장 격차가 나타날 것으로 전망한다. 현재 영위 중인 사업들에서 국내 성장이 어렵다면 해외에서의 성과를 만들어내는 것이 멀티플을 유지하고 높이는 유일한 방법이라는 판단이다. 이미 최대 수준으로 확보한 한국 유저 트래픽을 넘어서기 위해선 해외 진출 밖에 답이 없기 때문이다. 네이버는 최근 일본 마이스마트스토어 사업을 철수했고 만약 라인 지분 매각으로 이어진다면 해외 진출 포텐셜에 대한 가치도 제거될 가능성이 있다. 카카오는 웹툰 유럽 법인을 철수했고, 헬스케어 앱 '파스타'도 아직 가시적인 성과가 없어 멀티플 하락은 지속될 전망이다.

##### Top Pick: SOOP, 투자이전 '매수' 및 목표주가 190,000원

2H24 Top Pick: SOOP

SOOP은 스트리밍 플랫폼으로서 팬덤/후원 경제 문화를 기반으로 향후 인플루언서/콘텐츠형 광고를 포함한 BTL 매출 성장을 목표로한다. 특히 우리나라보다 인구가 훨씬 많은 아시아 시장에서 e스포츠 중심의 사업을 전개할 계획이다. 6월 5일 글로벌 앱 론칭 예정이며 초반엔 유명 프로게이머들의 방송으로 트래픽을 일으키고, 향후 현지 스트리머들이 정착하며 후원경제 생태계를 만들어 나갈 것이다. 아시아 내 경쟁사들의 전략 실패로 사업을 축소하고 있어 동사에게는 신규 트래픽을 확보할 좋은 기회라 판단한다. 국내 기업들 중 유일하게 트래픽 성장을 기대할 수 있어 실적 성장과 멀티플 리레이팅이 동시에 나타날 전망이다.

## 신사업 검증 후 접근 추천

2024년 5월 24일

✓ 투자판단	Trading BUY (유지)	✓ 목표주가	200,000 원 (유지)
✓ 상승여력	9.8%	✓ 현재주가 (5월 23일)	182,100 원

## 신한생각 비용 통제를 통한 수익성 개선보다 외형 성장 절실

진입 장벽이 낮은 종합쇼핑몰 사업에 더 이상 높은 멀티플을 부여할 수 없으며, AI/인플루언서 콘텐츠 성과 필요. 비용 통제 성과도 좋지만 신사업에서 의미있는 외형 성장이 나오는 시점에 접근 추천

## 업황 부진에 경쟁 심화까지

네이버의 주요 수익원인 광고와 커머스 업황은 여전히 부진. SA는 높은 전환율 덕분에 매출 견고하나, 향후 DA는 단순 이미지 노출형 상품 중심의 하락세 전망. 'Cue:'나 AI 추천 등 새로운 검색 경험을 기반으로 한 광고 상품 출시 및 재무적 성과 필요. 트래픽 성장 부진도 광고 단가 하락으로 이어지기에 클립(숏폼), 인플루언서 콘텐츠 중심의 모객 기대

중국 업체들의 공격적 한국 진출이 동사 광고 매출에 유의미한 기여로 이어지는 데에는 부정적 의견. C커머스 업체들은 숏폼 콘텐츠 플랫폼에서의 광고 수요가 훨씬 높을 것으로 예상하며, 젊은 유저층 유입 가능성이 높은 클립이나 치지직의 트래픽 성과에 달려있다고 판단

1Q24 커머스 광고 매출 YoY +0%, GMV YoY +5% 등 성장 둔화 우려. 가격 비교 및 원스탑 솔루션 외 뚜렷한 포지셔닝 필요할 것. 포쉬마크를 포함한 커머스 신사업의 거래액도 멀티플 대비 낮은 것으로 추정

## 라인 매각 여부는 단기 투자 판단에 영향 없음

라인은 일본과 동남아 중심의 초대형 SNS 서비스로 동사의 미래 해외 진출/확장 가능성을 더해주는 무형의 자산 가치. 사라진다면 중장기적 사업 전략상 부정적이지만 당장의 성장도 기대하기 어렵기에 주식으로서 동사의 기업 가치 및 투자 판단에 영향을 주지 않음

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	8,220.1	1,304.7	760.3	38.3	3.3	1.3	15.7	0.5
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	36.2	4.4	1.6	17.6	0.5
2024F	10,621.3	1,836.1	1,569.2	18.8	6.6	1.2	16.7	0.6
2025F	11,527.5	1,917.1	1,499.1	19.7	6.0	1.2	8.7	0.6
2026F	12,417.3	1,911.9	1,636.9	18.1	6.2	1.1	7.3	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## [인터넷]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

## Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

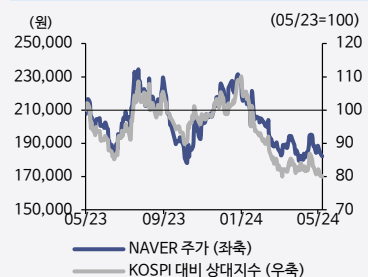
시가총액	29,574.6십억원
발행주식수(유동비율)	162.4백만주(84.7%)
52주 최고가/최저가	234,500 원/178,300 원
일평균 거래액 (60 일)	150,440 백만원
외국인 지분율	45.6%

## 주요주주 (%)

국민연금공단	8.2
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.1

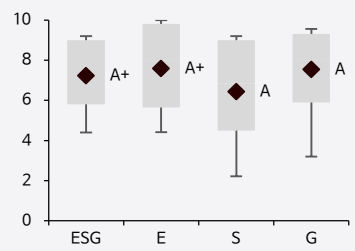
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	1.1	(9.2)	(14.1)	(20.0)
상대	(2.6)	(11.0)	(19.0)	(21.5)

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



NAVER 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,537.0	2,526.1	2,630.3	2,685.4	2,779.5	9,670.6	10,621.3	11,527.5
(%YoY)	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	9.2	9.8	9.6	17.6	9.8	8.5
(%QoQ)	0.4	5.6	1.6	3.8	(0.4)	4.1	2.1	3.5			
<b>[매출구성]</b>											
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	905.4	936.5	935.5	961.2	3,589.1	3,738.5	3,852.0
SA	655.7	689.2	688.2	692.2	696.4	716.7	715.7	719.9	2,725.3	2,848.8	2,934.3
DA/기타	196.0	221.3	210.3	236.1	208.9	219.7	219.8	241.2	863.7	889.7	917.7
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.4	754.1	776.1	806.8	2,546.6	3,040.5	3,460.2
커머스 광고	264.2	280.5	282.4	279.9	264.9	286.1	288.0	285.5	1,106.9	1,124.4	1,169.4
중개 및 판매	302.9	310.3	321.1	334.4	390.5	416.2	434.0	464.5	1,268.7	1,705.3	2,044.2
멤버십	38.7	42.1	44.0	46.2	48.0	51.8	54.1	56.9	171.1	210.8	246.6
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	371.0	386.2	414.2	1,354.8	1,525.3	1,765.6
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	451.7	462.1	467.6	1,733.0	1,827.7	1,914.5
웹툰	353.1	369.6	379.8	400.6	394.6	398.5	406.9	411.0	1,503.1	1,611.0	1,671.9
스노우	44.8	35.8	39.5	49.4	35.5	36.6	38.1	39.3	169.5	149.6	167.9
기타(뮤직등)	13.4	15.0	15.6	16.3	16.2	16.5	17.1	17.4	60.4	67.2	74.8
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	117.0	125.5	129.7	447.2	489.3	535.2
NCP/웍스	91.3	99.2	110.5	114.1	111.3	111.1	119.3	123.3	415.1	465.1	506.9
클로바/랩스	2.0	5.3	13.1	11.7	5.7	5.9	6.2	6.4	32.1	24.2	28.3
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,086.8	2,175.9	2,208.2	2,314.4	8,181.8	8,785.2	9,610.4
(%YoY)	26.3	19.0	19.6	10.1	7.0	6.9	6.9	8.6	18.3	7.4	9.4
(%QoQ)	0.8	4.4	1.5	3.2	(2.1)	4.3	1.5	4.8			
<b>[비용구성]</b>											
개발/운영비	635.5	644.3	631.4	661.5	636.0	659.4	680.0	709.2	2,572.7	2,684.5	2,953.4
파트너	831.9	865.5	886.4	949.8	913.5	960.8	957.4	1,016.3	3,533.6	3,847.8	4,117.2
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	169.9	173.6	177.2	183.4	595.7	704.1	749.3
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	367.5	382.2	393.6	405.4	1,479.8	1,548.7	1,790.6
영업이익	330.5	372.6	380.2	405.5	439.3	454.4	477.2	465.2	1,488.8	1,836.1	1,917.1
(%YoY)	9.5	10.9	15.1	20.5	32.9	21.9	25.5	14.7	14.1	23.3	4.4
(%QoQ)	(1.8)	12.8	2.0	6.7	8.3	3.4	5.0	(2.5)			
(%OPM)	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	17.3	17.8	16.7	15.4	17.3	16.6
당기순이익	43.7	286.7	356.2	298.4	555.8	349.4	430.5	324.8	985.0	1,660.5	1,566.9
(%YoY)	(71.2)	80.9	53.8	143.4	1,173.2	21.9	20.9	8.8	48.3	68.6	(5.6)
(%QoQ)	(64.4)	556.7	24.2	(16.2)	86.2	(37.1)	23.2	(24.6)			
(%NPM)	1.9	11.9	14.6	11.8	22.0	13.3	16.0	11.7	10.2	15.6	13.6
지배순이익	55.1	267.7	375.8	313.8	510.6	331.9	419.0	307.7	1,012.3	1,569.2	1,499.1
(%YoY)	(67.8)	46.0	46.2	122.9	827.4	24.0	11.5	(2.0)	34.6	55.0	(4.5)
(%QoQ)	(60.9)	386.2	40.4	(16.5)	62.7	(35.0)	26.2	(26.6)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

NAVER SOTP Valuation Table

(십억원)		비고
(1) 서치플랫폼		
12개월 매출액	3,777.7	
12개월 세후이익	952.0	영업이익률 35%, 유효세율 28%
목표 PER (배)	13.7	알파벳, 메타, 텐센트 12M Fwd PER 30% 할인
적정 가치	13,023.0	
(2) 커머스		
12개월 매출액	3,185.4	
12개월 세후이익	573.4	영업이익률 25%, 유효세율 28%
목표 PER (배)	9.1	알리바바, 징둥, 핀두오두오 12M Fwd PER 평균
적정 가치	5,198.5	
(3) 핀테크		
12개월 매출액	1,608.3	
목표 PSR (배)	1.7	글로벌 핀테크 피어 12M Fwd PSR 30% 할인
자분율 (%)	69.0%	
적정 가치	1,897.6	
(4) 웹툰		
12개월 매출액	1,857.7	
목표 PSR (배)	3.5	
자분율 (%)	71.2%	
적정 가치	4,629.3	
(5) 클라우드		
12개월 매출액	505.1	
목표 PSR (배)	4.4	알파벳, 아마존, MS 12M Fwd PSR 평균 30% 할인
적정 가치	1,555.8	
(6) LY Corp		
시가총액 (십억엔)	2,852.6	
자분율 (%)	31.8%	
적정 가치	3,988.8	원/엔 환율 8.8원 적용, 50% 할인
합산 가치 (1) ~ (6)	30,293.1	
주식 수 (만주)	15,093.2	자기주식수 차감
목표 주가 (원)	200,000	
현재 주가(원) (5/23)	182,100	
상승여력 (%)	9.8%	

자료: 회사 자료, Bloomberg, 신한투자증권

## NAVER 1Q24P 실적 Review

(십억원, %)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	2,526.1	2,537.0	(0.4)	2,280.4	10.8	2,495.5	1.2
영업이익	439.3	405.5	8.3	330.5	32.9	389.5	12.8
순이익	510.6	313.8	62.7	55.1	827.4	282.8	80.5
영업이익률	17.4	16.0		14.5		15.6	
순이익률	20.2	12.4		2.4		11.3	

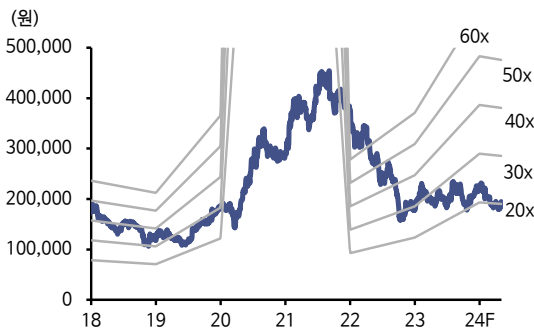
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## NAVER 2024, 2025년 실적 전망

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한추정	차이 (%)	컨센서스	신한추정	차이 (%)
매출액	10,639.1	10,621.3	(0.2)	11,682.4	11,527.5	(1.3)
영업이익	1,717.3	1,836.1	6.9	1,953.5	1,917.1	(1.9)
순이익	1,368.3	1,569.2	14.7	1,615.8	1,499.1	(7.2)

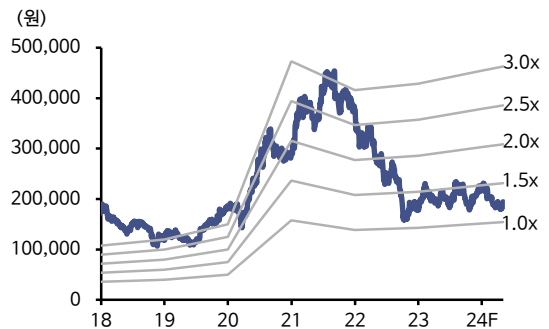
자료: 신한투자증권 추정

## NAVER 12개월 선행 PER band



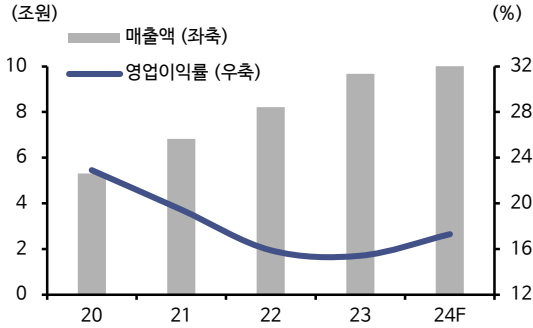
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

## NAVER 12개월 선행 PBR band



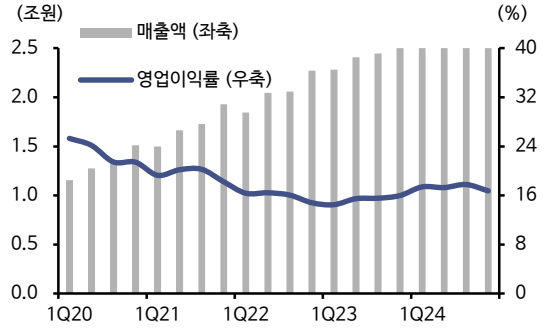
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

### 연간 실적 추이 및 전망



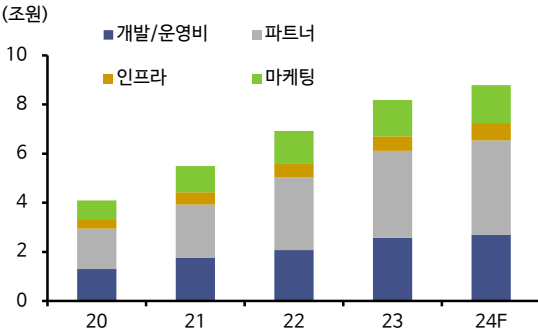
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 분기 실적 추이 및 전망



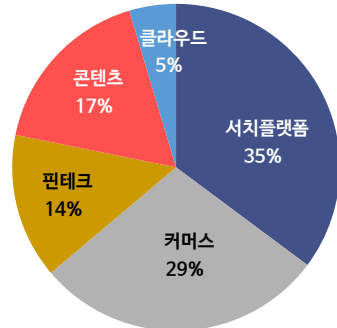
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 연간 비용 추이 및 전망



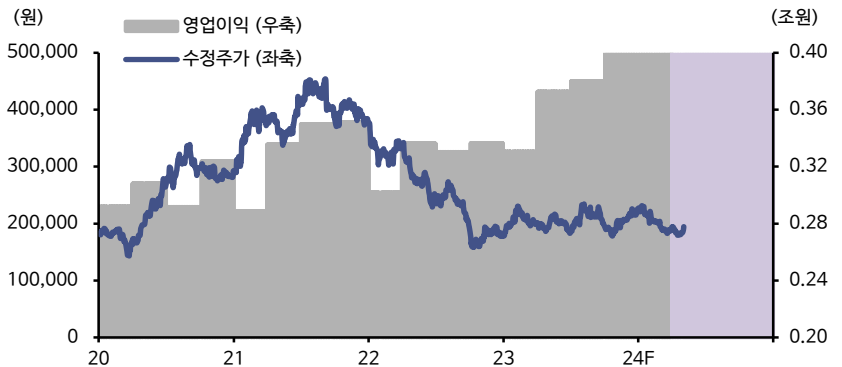
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### NAVER 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

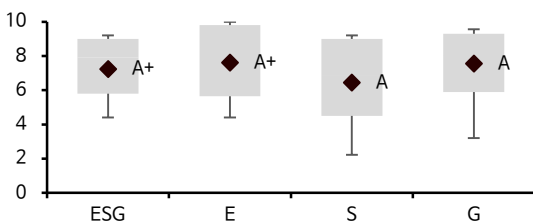
# ESG Insight

## Analyst Comment

- ◆ 친환경 커머스 성과 보고서 '그린 커머스 리포트' 발간
- ◆ 사내 커뮤니티 제도 '클럽 그리니' 운영 및 'Connected Work' 시행을 통해 개인 업무 생산성 증가 응답률 45% 달성
- ◆ 2022년까지 네이버 전자문서 서비스를 통해 종이 문서 누적 2억 6백만 장 대체

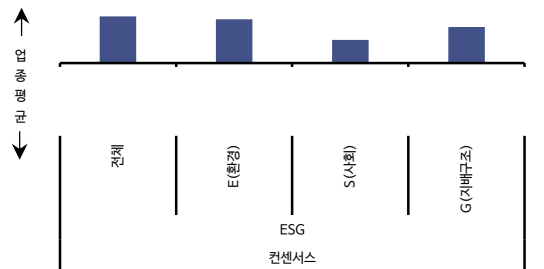
### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

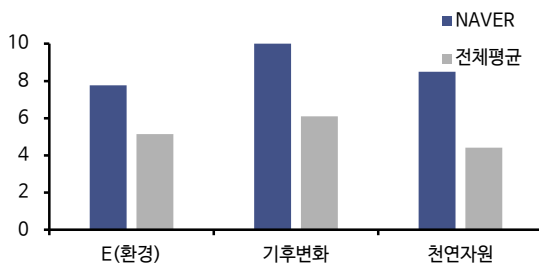
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

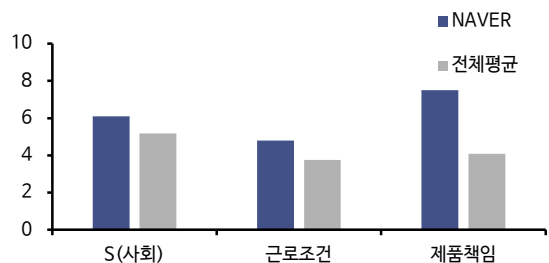
## Key Chart

### 환경 세부 점수 및 전체평균



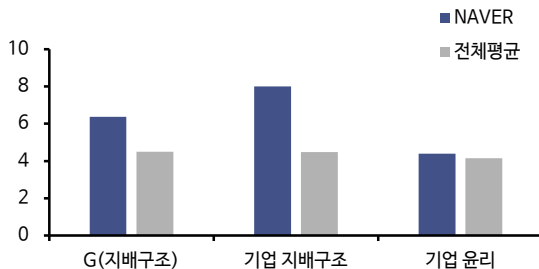
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 사회 세부 점수 및 전체평균



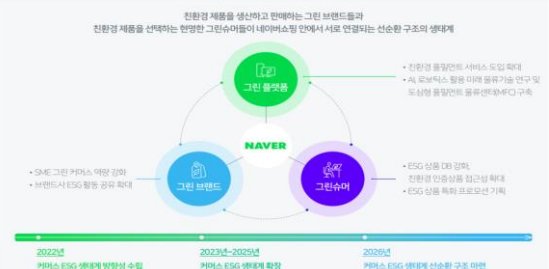
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### NAVER 그린 커머스 추진 방향성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>33,899.0</b>	<b>35,737.8</b>	<b>37,024.7</b>	<b>39,087.8</b>	<b>41,260.7</b>
유동자산	6,439.6	7,028.1	6,561.9	7,942.8	10,146.6
현금및현금성자산	2,724.2	3,576.5	2,853.3	3,965.8	5,894.8
매출채권	529.6	491.4	538.4	586.3	635.3
재고자산	8.7	14.8	16.2	17.7	19.1
비유동자산	27,459.5	28,709.8	30,462.8	31,145.0	31,114.1
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,817.1	1,741.4	(9.8)
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,715.6	3,755.6	3,716.6
투자자산	22,344.1	21,231.1	22,600.3	24,318.2	26,077.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>10,448.7</b>	<b>11,499.8</b>	<b>11,548.8</b>	<b>12,216.6</b>	<b>12,900.6</b>
유동부채	5,480.6	6,305.6	5,885.1	6,379.7	6,886.3
단기차입금	261.4	333.0	129.6	129.6	129.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	1,120.0	442.9	195.6	195.6	195.6
비유동부채	4,968.1	5,194.3	5,663.7	5,836.9	6,014.3
사채	1,704.5	1,655.7	1,897.0	1,897.0	1,897.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	917.3	1,512.5	1,820.1	1,820.1	1,820.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>23,450.3</b>	<b>24,238.0</b>	<b>25,475.9</b>	<b>26,871.1</b>	<b>28,360.1</b>
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,291.4	1,291.4	1,291.4
기타자본	(839.7)	(607.3)	(616.5)	(616.5)	(616.5)
기타포괄이익누계액	(1,634.8)	(1,990.2)	(2,194.5)	(2,194.5)	(2,194.5)
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	25,823.1	27,150.6	28,567.4
<b>지배주주지분</b>	<b>22,744.1</b>	<b>23,206.0</b>	<b>24,320.1</b>	<b>25,647.5</b>	<b>27,064.2</b>
비지배주주지분	706.2	1,032.0	1,155.8	1,223.6	1,295.9
*총차입금	4,196.6	4,178.9	4,299.4	4,322.3	4,345.7
*순차입금(순현금)	(514.6)	(921.8)	(150.9)	(1,321.1)	(3,309.1)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>1,453.4</b>	<b>2,002.2</b>	<b>2,267.6</b>	<b>3,499.6</b>	<b>3,980.0</b>
당기순이익	673.2	985.0	1,660.5	1,566.9	1,660.6
유형자산상각비	518.6	528.0	0.0	1,475.7	1,851.3
무형자산상각비	42.3	54.3	0.0	0.0	0.0
외환손실손실(이익)	88.6	(46.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(199.8)	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(10.1)	(244.3)	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	307.5	359.7	541.1	457.1	468.1
(법인세납부)	(860.5)	(682.4)	(458.6)	(609.3)	(645.8)
기타	893.6	1,047.8	524.6	609.2	645.8
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(1,215.9)</b>	<b>(949.8)</b>	<b>(2,405.5)</b>	<b>(2,238.4)</b>	<b>(1,902.8)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(700.7)	(640.6)	(169.8)	(400.0)	(100.0)
유형자산의감소	12.2	7.3	0.6	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(54.6)	(51.0)	(204.0)	(40.0)	39.0
투자자산의감소(증가)	100.7	602.2	(1,925.5)	(1,717.9)	(1,759.3)
기타	(573.5)	(867.7)	(106.8)	(80.5)	(82.5)
<b>FCF</b>	<b>877.9</b>	<b>1,738.1</b>	<b>1,497.4</b>	<b>2,739.3</b>	<b>3,418.0</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(339.5)</b>	<b>(110.0)</b>	<b>(622.7)</b>	<b>(148.7)</b>	<b>(148.2)</b>
차입금의 증가(감소)	(213.2)	23.9	(370.5)	22.9	23.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(213.4)	(62.4)	(62.6)	(171.6)	(171.6)
기타	87.1	(71.5)	(189.6)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	44.7	(90.1)	37.4	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(57.2)</b>	<b>852.3</b>	<b>(723.2)</b>	<b>1,112.5</b>	<b>1,929.0</b>
기초현금	2,781.4	2,724.2	3,576.5	2,853.3	3,965.8
기말현금	2,724.2	3,576.5	2,853.3	3,965.8	5,894.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>8,220.1</b>	<b>9,670.6</b>	<b>10,621.3</b>	<b>11,527.5</b>	<b>12,417.3</b>
증감률 (%)	20.6	17.6	9.8	8.5	7.7
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>8,220.1</b>	<b>9,670.6</b>	<b>10,621.3</b>	<b>11,527.5</b>	<b>12,417.3</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>6,915.4</b>	<b>8,181.8</b>	<b>8,785.2</b>	<b>9,610.4</b>	<b>10,505.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>1,304.7</b>	<b>1,488.8</b>	<b>1,836.1</b>	<b>1,917.1</b>	<b>1,911.9</b>
증감률 (%)	(1.6)	14.1	23.3	4.4	(0.3)
영업이익률 (%)	15.9	15.4	17.3	16.6	15.4
영업외손익	(220.9)	(7.4)	358.4	259.1	394.5
금융손익	(252.6)	(79.5)	23.8	116.0	172.0
기타영업외손익	(65.1)	(194.5)	419.8	143.1	222.5
증권 및 관계기업관련손익	96.8	266.5	(85.2)	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,083.7</b>	<b>1,481.4</b>	<b>2,194.5</b>	<b>2,176.2</b>	<b>2,306.4</b>
법인세비용	410.5	496.4	534.0	609.3	645.8
계속사업이익	673.2	985.0	1,660.5	1,566.9	1,660.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>673.2</b>	<b>985.0</b>	<b>1,660.5</b>	<b>1,566.9</b>	<b>1,660.6</b>
증감률 (%)	(95.9)	46.3	68.6	(5.6)	6.0
순이익률 (%)	8.2	10.2	15.6	13.6	13.4
(지배주주)당기순이익	760.3	1,012.3	1,569.2	1,499.1	1,636.9
(비지배주주)당기순이익	(87.1)	(27.3)	91.3	67.8	72.3
<b>총포괄이익</b>	<b>(714.8)</b>	<b>724.4</b>	<b>1,463.3</b>	<b>1,566.9</b>	<b>1,660.6</b>
(지배주주)총포괄이익	(681.3)	748.8	1,250.3	1,338.7	1,418.9
(비지배주주)총포괄이익	(33.5)	(24.5)	213.0	228.1	241.8
<b>EBITDA</b>	<b>1,865.6</b>	<b>2,071.2</b>	<b>1,836.1</b>	<b>3,392.8</b>	<b>3,763.2</b>
증감률 (%)	6.1	11.0	(11.4)	84.8	10.9
EBITDA 이익률 (%)	22.7	21.4	17.3	29.4	30.3

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	4,104	6,013	10,224	9,648	10,225
EPS (지배순이익, 원)	4,634	6,180	9,662	9,230	10,079
BPS (자본총계, 원)	142,947	149,241	156,863	165,454	174,622
BPS (지배지분, 원)	138,642	142,887	149,746	157,920	166,643
DPS (원)	914	1,205	1,137	1,137	1,137
PER (당기순이익, 배)	43.3	37.2	17.8	18.9	17.8
PER (지배순이익, 배)	38.3	36.2	18.8	19.7	18.1
PBR (자본총계, 배)	1.2	1.5	1.2	1.1	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (배)	15.7	17.6	16.7	8.7	7.3
배당성향 (%)	18.0	17.9	10.9	11.4	10.5
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	22.7	21.4	17.3	29.4	30.3
영업이익률 (%)	15.9	15.4	17.3	16.6	15.4
순이익률 (%)	8.2	10.2	15.6	13.6	13.4
ROA (%)	2.0	2.8	4.6	4.1	4.1
ROE (지배순이익, %)	3.3	4.4	6.6	6.0	6.2
ROIC (%)	31.7	36.7	45.1	55.1	149.8
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	44.6	47.4	45.3	45.5	45.5
순차입금비율 (%)	(2.2)	(3.8)	(0.6)	(4.9)	(11.7)
현금비율 (%)	49.7	56.7	48.5	62.2	85.6
이자보상배율 (배)	18.2	11.7	N/A	N/A	N/A
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(4.1)	(3.9)	(3.5)	(3.5)	(3.4)
재고자산회수기간 (일)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회수기간 (일)	11.8	19.3	17.7	17.8	18.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

# 카카오 (035720)

## 특비즈 나쁘지 않지만



2024년 5월 24일

✓ 투자판단	Trading BUY (유지)	✓ 목표주가	50,000 원 (유지)
✓ 상승여력	10.0%	✓ 현재주가 (5월 23일)	45,450 원

### 신한생각 여전히 부족한 이익 규모 및 자회사 성장성

이익 대비 높은 시가총액 설명 위해 콘텐츠 사업부의 재성장 필요. 다만 웹툰 GMV 정체와 대형 게임 신작 부재로 단기 매력 낮다고 판단

### 특비즈 사업 및 수익성 개선 긍정적이지만...

카카오의 특비즈 사업 부문은 1Q24 매출액 5,221억원을 기록하며 YoY +7.7% 성장. 새로운 매니지먼트는 향후 카카오톡 내에서 발생하는 특비즈 사업 중심의 수익성 개선에 집중할 것으로 전망. 이미 대부분 국민이 사용하는 플랫폼인 만큼 유저 ARPPU 상승과 광고/커머스 효율 제고가 관건. 특메시지 광고는 저렴한 비용과 높은 전환율을 기반으로 광고 업황이 좋지 않았던 2023년에도 두 자릿대 성장을 이어가는 중. 소비 양극화 트렌드에 맞춰 카카오톡 선물하기는 '럭스'를 통해 객단가 높이고 있으며 특수한 커머스 영역 덕분에 종합 쇼핑몰 경쟁에서 자유로운 점도 상대적 매력

특비즈 사업의 수익성 개선 및 성장 지속에도 전사 이익 규모는 여전히 시가총액을 설명하기에는 부족. 동사의 높은 멀티플 및 기업가치는 특비즈의 안정성에 콘텐츠 자회사들의 성장성으로 구성되어있었는데 게임 및 웹툰 성장률이 크게 둔화되어 주가 하락세 지속. 뮤직/웹툰/게임 등 높은 멀티플을 부여할 수 있는 콘텐츠 사업의 재성장 동력 마련 절실

### 숏폼/인플루언서 콘텐츠 부재, AI 서비스 주목

동사는 숏폼 트렌드에 대응하기 위해 카카오톡 친구탭에 '핑'을 마련했으나 활성화율이 낮아 트래픽 및 광고 지면 단가 제고에는 영향이 없었을 것으로 판단. 이미 숏폼/인플루언서 기반 콘텐츠의 판도는 해외 플랫폼으로 기운 만큼 실험실을 통해 시도 중인 채팅방 내 AI 기능이나 헬스케어 등 신규 서비스 통한 반등 기대

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	6,798.7	569.4	1,358.0	17.4	13.6	2.4	21.5	0.1
2023	7,557.0	460.9	(1,012.6)	(23.9)	(10.3)	2.5	21.0	0.1
2024F	8,351.5	550.6	273.9	73.7	2.8	2.0	23.2	0.1
2025F	8,952.0	601.9	273.9	73.6	2.7	2.0	24.0	0.1
2026F	9,424.6	643.9	335.1	60.1	3.2	1.9	24.1	0.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### [인터넷]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

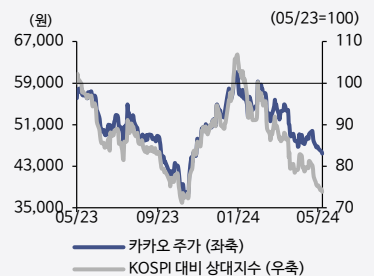
시가총액	20,149.2십억원
발행주식수(유동비율)	443.3백만주(74.7%)
52주 최고가/최저가	61,100 원/37,600 원
일평균 거래액 (60 일)	63,462 백만원
외국인 지분율	27.5%

### 주요주주 (%)

김범수 외 92 인	24.2
MAXIMOPT E	6.3

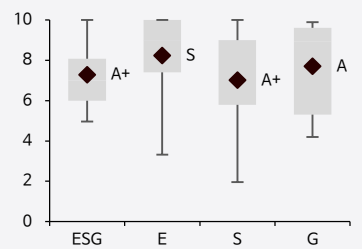
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.3)	(20.4)	(21.6)	(21.5)
상대	(7.8)	(22.0)	(26.1)	(23.0)

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 카카오 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	1,623.8	1,923.3	2,011.5	1,998.5	1,988.4	2,035.7	2,129.2	2,198.2	7,557.0	8,351.5	8,952.0
(%YoY)	2.7	10.4	12.9	17.9	22.5	5.8	5.9	10.0	11.1	10.5	7.2
(%QoQ)	(4.2)	18.4	4.6	(0.6)	(0.5)	2.4	4.6	3.2			
<b>[매출구성]</b>											
플랫폼부문	848.1	869.5	880.0	956.8	954.8	950.3	967.3	1,046.4	3,554.4	3,918.8	4,303.1
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	522.1	515.6	514.5	577.8	1,982.2	2,130.0	2,265.2
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	84.7	86.8	80.7	86.3	344.3	338.5	331.8
플랫폼기타	279.8	299.6	317.3	331.2	348.0	348.0	372.0	382.3	1,227.9	1,450.3	1,706.1
콘텐츠부문	775.6	1,053.8	1,131.5	1,041.7	1,033.6	1,085.4	1,161.9	1,151.8	4,002.6	4,432.7	4,648.9
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	468.2	515.1	525.8	572.8	1,723.9	2,081.9	2,247.1
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	227.0	231.8	254.8	218.4	922.1	932.0	968.4
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	243.1	254.0	266.8	254.9	1,009.5	1,018.8	1,013.4
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	95.2	84.5	114.5	105.7	347.0	399.9	419.9
영업비용	1,669.2	1,929.0	2,020.6	1,837.6	1,868.1	1,906.4	1,992.3	2,034.2	7,456.5	7,800.9	8,350.1
(%YoY)	11.8	16.8	18.3	33.5	11.9	(1.2)	(1.4)	10.7	19.7	4.6	7.0
(%QoQ)	21.3	15.6	4.8	(9.1)	1.7	2.1	4.5	2.1			
<b>[비용구성]</b>											
인건비	448.0	472.4	467.5	472.3	479.0	479.5	488.6	503.2	1,860.2	1,950.2	2,014.1
매출연동비	642.4	780.4	849.4	714.2	819.9	838.6	890.3	909.9	2,986.4	3,458.8	3,726.7
외주/인프라비	174.0	205.2	198.8	256.8	202.4	211.7	227.8	237.4	834.9	879.3	984.7
마케팅비	97.0	100.4	104.5	103.9	89.3	95.6	97.1	96.7	405.8	378.7	412.1
상각비	150.3	192.2	198.4	210.1	197.8	199.8	201.8	203.8	750.9	803.3	856.9
기타	49.6	59.6	68.6	80.2	79.7	81.1	86.6	83.2	258.0	330.5	355.6
영업이익	71.1	113.5	140.3	160.9	120.3	129.3	136.9	164.0	485.8	550.6	601.9
(%YoY)	(55.2)	(33.7)	(6.7)	80.0	69.1	14.0	(2.4)	2.0	(14.7)	13.3	9.3
(%QoQ)	(20.4)	59.5	23.6	14.7	(25.2)	7.5	5.9	19.8			
(%OPM)	4.4	5.9	7.0	8.0	6.0	6.4	6.4	7.5	6.4	6.6	6.7
당기순이익	63.8	56.0	49.5	(1,986.0)	67.7	84.1	87.8	49.3	(1,816.7)	288.9	295.8
(%YoY)	(95.2)	(44.6)	(63.9)	적지	6.0	50.1	77.4	흑전	적전	흑전	2.4
(%QoQ)	흑전	(12.2)	(11.7)	적전	흑전	24.3	4.4	(43.8)			
(%NPM)	3.9	2.9	2.5	(99.4)	3.4	4.1	4.1	2.2	(24.0)	3.5	3.3
지배기업순이익	77.5	57.0	33.3	(1,180.4)	73.7	70.8	84.8	44.6	(1,012.6)	273.9	273.9
(%YoY)	(94.1)	(15.7)	(68.7)	적지	(4.9)	24.2	154.4	흑전	적전	흑전	(0.0)
(%QoQ)	흑전	(26.4)	(41.6)	적전	흑전	(3.9)	19.7	(47.4)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

카카오 SOTP Valuation Table

(십억원)		비고
<b>[광고]</b>		
(1) 특비즈		
12개월 매출액	1,248.5	
12개월 세후이익	269.7	영업이익률 30%, 유효세율 28%
목표 PER (배)	17.1	알파벳, 메타, 텐센트 12M Fwd PER 20% 할인
적정 가치	4,624.1	
(2) 포털비즈		
12개월 매출액	335.9	
12개월 세후이익	48.4	영업이익률 20%, 유효세율 28%
목표 PER (배)	6.4	알파벳, 메타 12M Fwd PER 70% 할인
적정 가치	311.0	
<b>[커머스]</b>		
12개월 매출액	934.5	
12개월 세후이익	134.6	영업이익률 20%, 유효세율 28%
목표 PER (배)	7.0	알리바바, 징둥닷컴 12M Fwd PER 20% 할인
적정 가치	947.3	
<b>[지분가치]</b>		
(1) 카카오페이		할인율 50%
시가총액	1,052.9	
지분율 (%)	4,538.4	
(2) 카카오뱅크		할인율 50%
시가총액	1,598.8	
지분율 (%)	11,756.1	
(3) 카카오게임즈		할인율 50%
시가총액	355.7	
지분율 (%)	1,743.4	
(4) 카카오모빌리티		
12개월 Fwd 매출액	1,165.7	
목표 PSR(배)	702.5	글로벌 Peer 12M Fwd PSR
기업가치	2.9	(UBER, LYFT, DIDI, GRAB)
지분율 (%)	2,034.4	
(5) 카카오엔터테인먼트		할인율 50%
시가총액	3,795.0	최근 투자유치 당시 기업가치
지분율 (%)	11,500.0	
(6) 픽코마		최근 투자유치 당시 기업가치
시가총액	8,016.8	
지분율 (%)	8,800.0	
(7) 두나무		할인율 50%
시가총액	148.7	10/24 기준 비상장 주식 거래가격
지분율	2,729.2	
(1)~(7) 지분가치 합산	10.9%	
(1)~(7) 지분가치 합산	16,133.6	
<b>[광고] + [커머스] + [지분가치]</b>		
주식 수 (만주)	22,016.0	
목표 주가 (원)	43,853.7	자기주식수 차감
현재 주가 (원) (5/23)	50,000	
상승여력 (%)	45,450	
	10.0%	

자료: 회사 자료, Bloomberg, 신한투자증권

## 카카오 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	1,988.4	1,998.5	(0.5)	1,623.8	22.5	1,999.5	(0.6)
영업이익	120.3	160.9	(25.2)	71.1	69.1	127.1	(5.4)
순이익	73.7	(1180.4)	흑전	77.5	(4.9)	96.1	(23.3)
영업이익률	6.0	8.0		4.4		6.4	
순이익률	3.7	(59.1)		4.8		4.8	

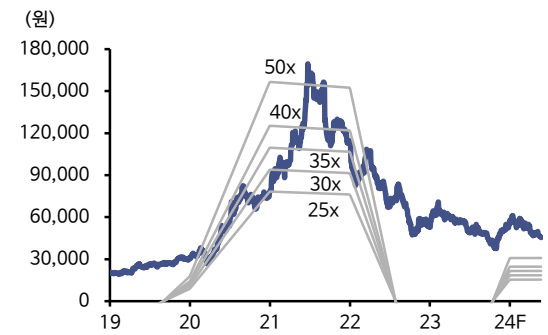
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 카카오 2024, 2025년 실적 전망

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한추정	차이(%)	컨센서스	신한추정	차이(%)
매출액	8,512.3	8,351.5	(1.9)	9,384.0	8,952.0	(4.6)
영업이익	633.2	550.6	(13.1)	807.5	601.9	(25.5)
순이익	408.3	273.9	(32.9)	545.6	273.9	(49.8)

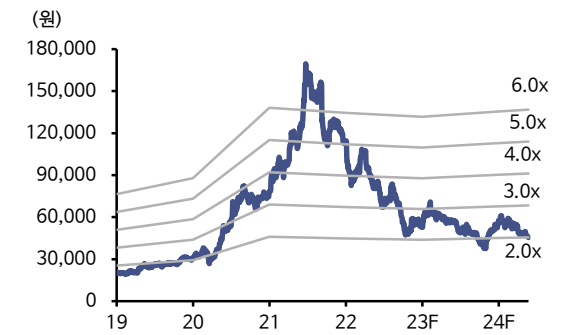
자료: 신한투자증권 추정

## 카카오 12개월 선행 PER band



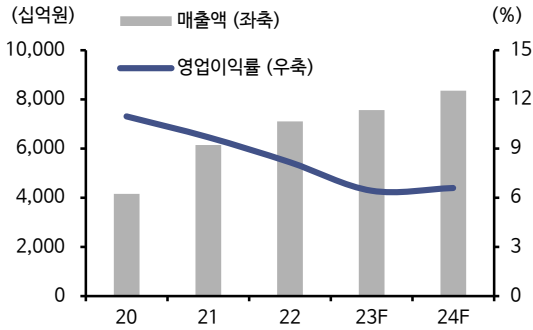
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 카카오 12개월 선행 PBR band



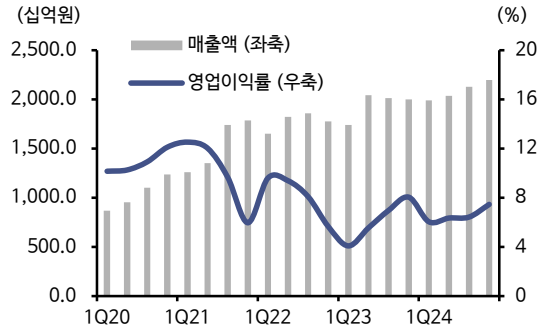
자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 연간 실적 추이 및 전망



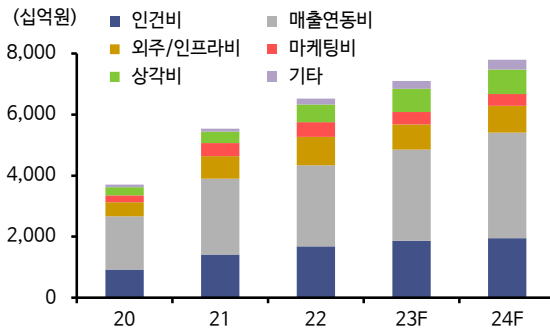
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 분기 실적 추이 및 전망



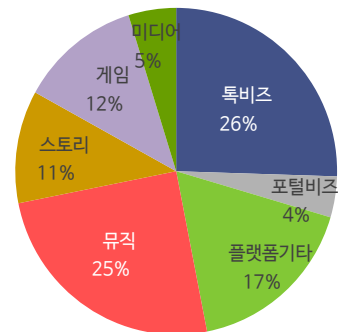
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 연간 비용 추이 및 전망



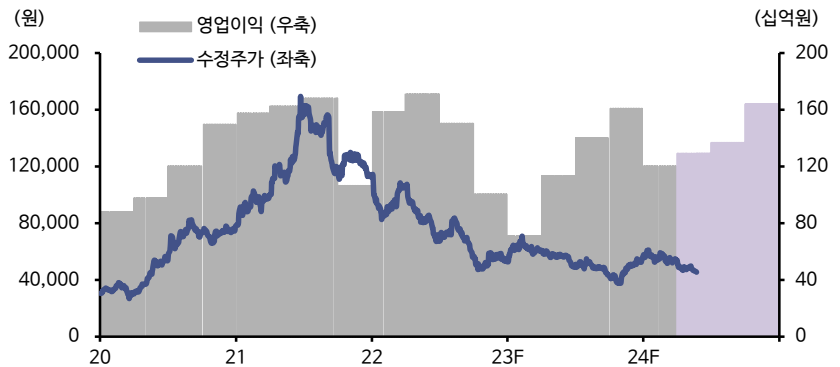
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 카카오 영업이익 및 주가 추이



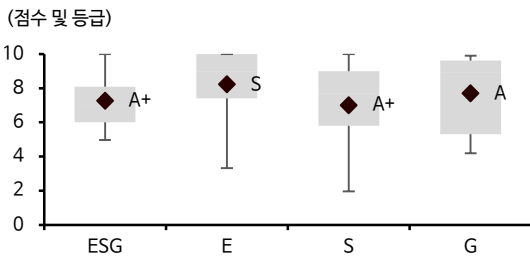
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권 추정

# ESG Insight

## Analyst Comment

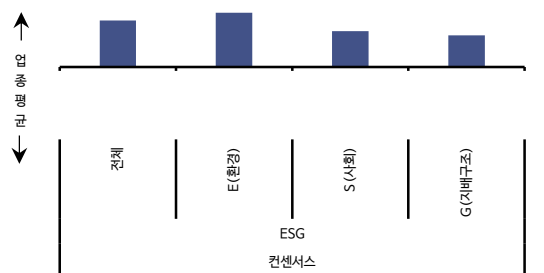
- ◆ 환경: 세계적 흐름과 동행하는 환경 보호 전략 수립
- ◆ 사회: 가정과 직장의 안정, 그리고 사회 공헌까지
- ◆ 지배구조: 아쉬운 주주환원 정책, 올해 개선 기대

### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

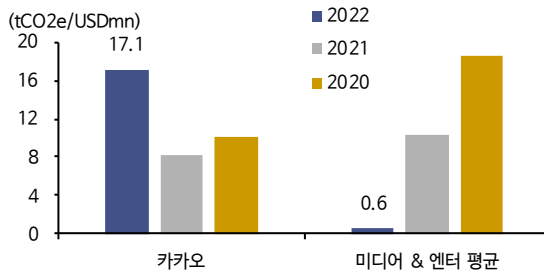
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

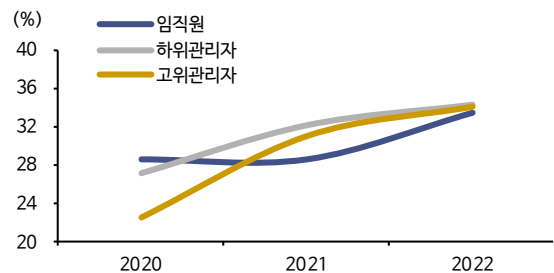
## Key Chart

### 카카오 온실가스 배출량



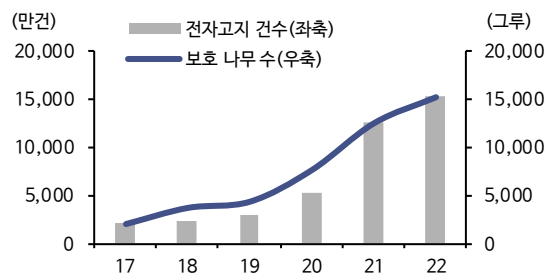
자료: Refinitiv, 신한투자증권

### 카카오 여성 임직원 비율



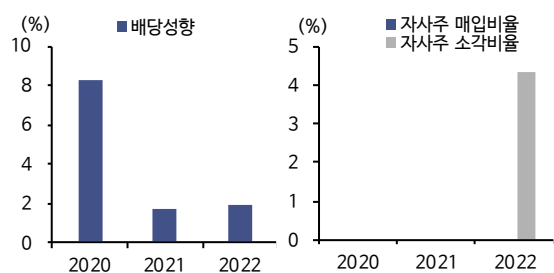
자료: 카카오, 신한투자증권

### 카카오 전자고기 건수 및 보호 나무 수 추이



자료: 카카오, 신한투자증권

### 카카오 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: 카카오, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>22,963.5</b>	<b>25,180.0</b>	<b>27,539.3</b>	<b>28,222.3</b>	<b>28,984.5</b>
유동자산	7,755.7	8,943.3	10,481.4	11,177.9	11,880.2
현금및현금성자산	4,780.2	5,268.8	5,530.6	5,975.2	6,418.0
매출채권	440.9	622.0	847.6	892.1	938.0
재고자산	160.3	138.6	188.9	198.8	209.1
비유동자산	14,451.1	15,090.2	15,911.4	15,897.9	15,957.7
유형자산	885.4	1,322.1	1,046.6	870.1	757.1
무형자산	6,022.4	5,688.5	5,618.1	5,550.7	5,486.3
투자자산	4,856.9	5,362.2	6,529.3	6,759.6	6,996.9
기타금융투자자산	756.7	1,146.5	1,146.5	1,146.5	1,146.5
<b>부채총계</b>	<b>9,447.8</b>	<b>11,321.4</b>	<b>13,418.5</b>	<b>13,832.4</b>	<b>14,258.9</b>
유동부채	4,767.9	6,245.1	7,921.7	8,252.6	8,593.6
단기차입금	1,055.1	1,052.5	1,052.5	1,052.5	1,052.5
매입채무	94.4	241.9	329.6	346.9	364.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3,797.9	3,737.2	4,157.7	4,240.7	4,326.2
사채	560.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	2,264.0	2,577.5	2,577.5	2,577.5	2,577.5
기타금융투자부채	882.0	1,339.1	1,339.1	1,339.1	1,339.1
<b>자본총계</b>	<b>13,515.7</b>	<b>13,858.6</b>	<b>14,120.8</b>	<b>14,389.8</b>	<b>14,725.5</b>
자본금	44.6	44.5	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	8,116.4	8,839.9	8,839.9	8,839.9	8,839.9
기타자본	41.0	7.6	7.6	7.6	7.6
기타포괄이익누계액	(1,249.7)	(1,050.4)	(1,050.4)	(1,050.4)	(1,050.4)
이익잉여금	3,031.4	1,922.1	2,169.3	2,416.5	2,724.8
<b>자배주주지분</b>	<b>9,983.7</b>	<b>9,763.7</b>	<b>10,010.9</b>	<b>10,258.0</b>	<b>10,566.4</b>
비지배주주지분	3,532.0	4,094.9	4,109.9	4,131.8	4,159.1
*총차입금	4,200.5	4,500.3	4,610.6	4,632.3	4,654.7
*순차입금(순현금)	(2,386.8)	(2,652.8)	(3,431.6)	(3,978.2)	(4,526.1)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>678.4</b>	<b>1,341.1</b>	<b>1,974.6</b>	<b>805.7</b>	<b>814.0</b>
당기순이익	1,067.0	(1,816.7)	288.9	295.8	362.5
유형자산상각비	377.7	489.2	275.5	176.5	113.0
무형자산상각비	203.8	271.4	70.4	67.4	64.4
외환환산손실(이익)	(39.6)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(25.2)	20.3	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1,603.3)	135.3	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(460.2)	248.0	1,339.8	266.1	274.1
(법인세납부)	(317.9)	(303.3)	(69.9)	(109.4)	(147.6)
기타	1,476.1	2,299.3	69.9	109.3	147.6
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(1,574.1)</b>	<b>(1,779.9)</b>	<b>(1,794.3)</b>	<b>(354.1)</b>	<b>(364.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(452.9)	(575.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	14.3	13.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(90.6)	(135.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(415.3)	433.0	(1,167.1)	(230.3)	(237.3)
기타	(629.6)	(1,516.5)	(627.2)	(123.8)	(127.6)
<b>FCF</b>	<b>469.0</b>	<b>999.4</b>	<b>1,171.1</b>	<b>862.8</b>	<b>832.5</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>411.8</b>	<b>1,019.6</b>	<b>83.5</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(4.3)</b>
차입금의 증가(감소)	413.0	140.3	110.3	21.8	22.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.0)	(54.6)	(26.7)	(26.8)	(26.8)
기타	21.8	933.9	(0.1)	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	(122.4)	(2.1)	(2.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(5.9)	(27.5)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(489.8)</b>	<b>553.3</b>	<b>141.4</b>	<b>444.5</b>	<b>442.8</b>
기초현금	5,325.7	4,835.9	5,389.2	5,530.6	5,975.1
기말현금	4,835.9	5,389.2	5,530.6	5,975.1	6,417.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>6,798.7</b>	<b>7,557.0</b>	<b>8,351.5</b>	<b>8,952.0</b>	<b>9,424.6</b>
증감률 (%)	15.0	11.2	10.5	7.2	5.3
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>6,798.7</b>	<b>7,557.0</b>	<b>8,351.5</b>	<b>8,952.0</b>	<b>9,424.6</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>6,229.4</b>	<b>7,096.1</b>	<b>7,800.9</b>	<b>8,350.1</b>	<b>8,780.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>569.4</b>	<b>460.9</b>	<b>550.6</b>	<b>601.9</b>	<b>643.9</b>
증감률 (%)	(3.1)	(19.1)	19.5	9.3	7.0
영업이익률 (%)	8.4	6.1	6.6	6.7	6.8
영업외손익	699.5	(2,109.1)	(118.8)	(196.7)	(97.3)
금융손익	(144.9)	9.0	(325.0)	(313.9)	(301.7)
기타영업외손익	902.1	(2,122.1)	206.2	117.2	204.5
중속 및 관계기업관련손익	(57.6)	4.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,268.9</b>	<b>(1,648.2)</b>	<b>431.8</b>	<b>405.2</b>	<b>546.6</b>
법인세비용	201.9	168.4	69.9	109.4	147.6
계속사업이익	1,067.0	(1,816.7)	361.9	295.8	399.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,067.0</b>	<b>(1,816.7)</b>	<b>288.9</b>	<b>295.8</b>	<b>362.5</b>
증감률 (%)	(35.0)	적전	혹전	2.4	22.5
순이익률 (%)	15.7	(24.0)	3.5	3.3	3.8
(지배주주)당기순이익	1,358.0	(1,012.6)	273.9	273.9	335.1
(비지배주주)당기순이익	(291.0)	(804.1)	15.0	21.9	27.4
총포괄이익	(662.8)	(1,714.5)	288.9	295.8	362.5
(지배주주)총포괄이익	(262.5)	(883.8)	155.5	159.2	195.1
(비지배주주)총포괄이익	(400.3)	(830.7)	133.4	136.6	167.4
<b>EBITDA</b>	<b>1,150.8</b>	<b>1,221.5</b>	<b>896.4</b>	<b>845.7</b>	<b>821.4</b>
증감률 (%)	19.8	6.1	(26.6)	(5.7)	(2.9)
EBITDA 이익률 (%)	16.9	16.2	10.7	9.4	8.7

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	2,395	(4,084)	651	667	818
EPS (지배순이익, 원)	3,049	(2,276)	617	618	756
BPS (자본총계, 원)	30,344	31,153	31,852	32,459	33,216
BPS (지배지분, 원)	22,414	21,948	22,581	23,139	23,834
DPS (원)	60	61	61	61	61
PER (당기순이익, 배)	22.2	(13.3)	69.8	68.1	55.6
PER (지배순이익, 배)	17.4	(23.9)	73.7	73.6	60.1
PBR (자본총계, 배)	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4
PBR (지배지분, 배)	2.4	2.5	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA (배)	21.5	21.0	23.2	24.0	24.1
배당성향 (%)	1.9	(2.6)	9.8	9.8	8.0
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	16.9	16.2	10.7	9.4	8.7
영업이익률 (%)	8.4	6.1	6.6	6.7	6.8
순이익률 (%)	15.7	(24.0)	3.5	3.3	3.8
ROA (%)	4.7	(7.5)	1.1	1.1	1.3
ROE (지배순이익, %)	13.6	(10.3)	2.8	2.7	3.2
ROIC (%)	(1.9)	12.9	18.6	16.2	19.8
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	69.9	81.7	95.0	96.1	96.8
순차입금비율 (%)	(17.7)	(19.1)	(24.3)	(27.6)	(30.7)
현금비율 (%)	100.3	84.4	69.8	72.4	74.7
이자보상배율 (배)	5.2	2.8	0.9	0.9	1.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(3.0)	(3.2)	(2.8)	(2.6)	(2.6)
재고자산회수기간 (일)	6.8	7.2	7.2	7.9	7.9
매출채권회수기간 (일)	22.5	25.7	32.1	35.5	35.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 글로벌 성과로 재평가 전망

2024년 5월 24일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	190,000 원 (유지)
✓ 상승여력	65.6%	✓ 현재주가 (5월 23일)	114,700 원

## 신한생각 실적, 트래픽 성장 모두 긍정적

외형 및 이익 성장률이 글로벌 기업들 수준으로 높으며, 해외 트래픽 더해지며 멀티플 리레이팅 가능성 높아 Top Pick으로 제시

## 글로벌 앱 론칭 임박, 트래픽 성장할 유일한 국내 기업

SOOP은 6월 5일 글로벌 앱 론칭과 함께 동남아 중심의 신규 트래픽을 일으킬 전망이다. 오픈된 홈페이지에는 유명 프로그래머들 및 게임방송 스트리머들이 나열되어있어 e스포츠 및 게임 방송 중심의 초기 콘텐츠 공급 전망. e스포츠와 게임에 대한 관심도가 한국 못지 않게 뜨거워 트래픽 발생 가능성이 높으며 이에 따라 스폰서십/콘텐츠형 광고 매출도 빠른 시일 내에 기여할 것으로 판단

국내 플랫폼들이 숏폼/인플루언서 콘텐츠 확보에 실패하며 신규 트래픽 유입 부재, 외형 성장 둔화로 이어졌는데, 동사는 국내 1위 스트리밍 플랫폼으로서 국내만으로도 성장 가능. 국내 및 동남아 경쟁사들의 사업 축소로 동사가 해외 진출하기에 적기라는 판단이며 공식 e스포츠 경기를 뿐만 아니라 스트리머들이 참여하는 자체 기획 콘텐츠 경험이 독자적인 경쟁력으로 작동할 것. 베타열 스트리머도 다수 확보했고 통번역 기능을 통해 글로벌 서버컬처 시장 대응도 가능

## Valuation

동사는 국내 1위 스트리밍 기업이자 글로벌 콘텐츠 트렌드에도 적합한데 비교적 낮은 멀티플을 유지함. 국내에 한정된 트래픽과 시장 기대보다 빠르지 않았던 광고 매출이 원인이라 판단하지만, 양질의 콘텐츠와 충성도 높은 유저층을 충분히 확보한 만큼 고성장의 초입이 시작될 것으로 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	315.0	82.4	59.7	13.7	26.5	3.4	5.5	1.0
2023	347.6	90.3	74.6	13.2	28.0	3.4	5.8	1.0
2024F	420.8	121.1	95.7	13.8	28.6	3.5	6.2	0.7
2025F	466.4	139.6	112.5	11.7	26.2	2.7	4.8	0.7
2026F	518.8	162.2	140.6	9.4	25.7	2.2	3.3	0.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## [인터넷]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

## Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

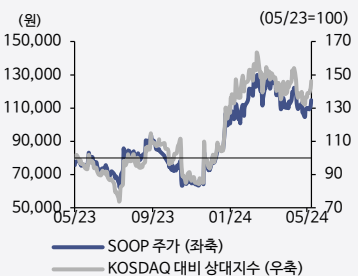
시가총액	1,318.4십억원
발행주식수(유동비율)	11.5백만주(66.3%)
52주 최고가/최저가	129,900 원/62,200 원
일평균 거래액 (60일)	17,190백만원
외국인 지분율	37.3%

## 주요주주 (%)

세인트인터내셔널 외 6인	26.3
UBSAG 외 6인	7.7

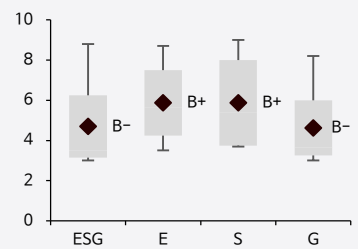
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.1)	(9.0)	45.6	35.4
상대	(4.2)	(6.6)	47.7	40.6

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



SOOP 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	72.7	86.7	87.9	100.4	95.0	103.6	107.1	115.1	347.6	420.8	466.4
(%YoY)	(3.4)	11.2	7.4	25.6	30.7	19.6	21.9	14.6	10.4	21.1	10.8
(%QoQ)	(9.0)	19.2	1.4	14.2	(5.4)	9.1	3.3	7.4			
[매출구성]											
플랫폼 서비스	60.5	65.2	64.9	68.5	78.7	79.4	81.9	83.6	259.0	323.8	357.5
광고	11.4	20.0	21.6	29.9	15.2	23.1	24.1	30.3	82.9	92.7	104.0
멀티플랫폼	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	1.5	1.5	2.0	1.0	1.1	1.1	1.1	5.8	4.3	4.9
영업비용	54.3	63.0	66.0	74.0	66.3	74.6	76.8	82.1	257.3	299.7	326.7
(%YoY)	4.1	15.1	7.8	14.8	22.1	18.3	16.3	10.9	10.6	16.5	9.0
(%QoQ)	(15.7)	16.0	4.7	12.1	(10.3)	12.4	2.9	6.9			
[비용구성]											
인건비	17.9	19.3	20.1	20.2	22.4	23.8	24.2	24.7	77.5	95.1	102.8
지급수수료(중계권/기타)	5.7	5.1	6.8	7.6	6.4	7.7	8.0	8.6	25.1	30.7	34.4
지급수수료(광고)	5.7	7.6	7.3	14.9	7.1	8.5	8.9	11.3	35.6	35.7	38.4
과금수수료	8.5	9.6	9.7	10.7	12.5	12.7	13.0	13.3	38.5	51.5	56.8
회선사용료	3.8	3.3	3.1	3.7	4.2	4.4	4.6	4.7	13.9	17.9	19.8
BJ지원금	1.3	1.9	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3	6.5	8.6	9.5
콘텐츠제작비	2.9	6.8	6.6	3.3	1.6	4.0	4.1	4.6	19.7	14.2	14.5
유무형감가상각비	4.7	4.8	5.1	5.5	5.2	5.3	5.4	5.5	20.1	21.5	23.3
지급임차료	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
행사비	0.3	0.5	0.3	1.1	0.7	0.6	0.7	1.2	2.3	3.2	3.4
기타	3.4	4.0	5.2	5.2	4.2	5.4	5.5	5.7	17.8	20.8	23.4
영업이익	18.4	23.6	21.9	26.4	28.7	29.1	30.3	33.0	90.3	121.1	139.6
(%YoY)	(20.5)	1.9	6.0	70.8	56.0	23.0	38.6	25.1	9.6	34.1	15.3
(%QoQ)	19.0	28.5	(7.3)	20.5	8.6	1.4	4.4	8.8			
(%OPM)	25.3	27.3	24.9	26.3	30.2	28.0	28.3	28.7	26.0	28.8	29.9
당기순이익	16.6	22.7	19.3	16.1	24.8	23.5	24.7	22.8	74.7	95.8	112.5
(%YoY)	(15.2)	15.0	13.2	412.2	49.6	3.4	28.2	41.7	25.5	28.3	17.4
(%QoQ)	428.8	36.7	(15.0)	(16.7)	54.5	(5.6)	5.5	(7.9)	0.0	0.0	0.0
(%NPM)	22.8	26.2	22.0	16.0	26.2	22.6	23.1	19.8	21.5	22.8	24.1
지배기업순이익	16.7	22.8	19.3	15.9	24.7	23.5	24.7	22.8	74.7	95.7	112.5
(%YoY)	(15.1)	15.3	12.5	397.3	48.3	3.0	28.1	43.2	25.0	28.2	17.6
(%QoQ)	420.4	36.9	(15.2)	(17.6)	55.2	(5.0)	5.5	(7.9)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## SOOP Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	95.7	112.5	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	1,065	1,065	
EPS	8,987	10,565	
12M Fwd EPS (A)		9,502	시가총액 기준 2.2조원
목표 PER (B)		20.0	
(A) * (B)		190,035	
목표 주가		190,000	
현재 주가 (5/23)		114,700	
상승여력 (%)		65.6	

자료: 신한투자증권 추정

## SOOP 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	95.0	100.4	(5.4)	72.7	30.7	92.0	3.2
영업이익	28.7	26.4	8.6	18.4	56.0	24.5	17.0
순이익	24.7	15.9	55.2	16.7	48.3	20.1	22.9
영업이익률	30.2	26.3		25.3		26.6	
순이익률	26.0	15.9		22.9		21.8	

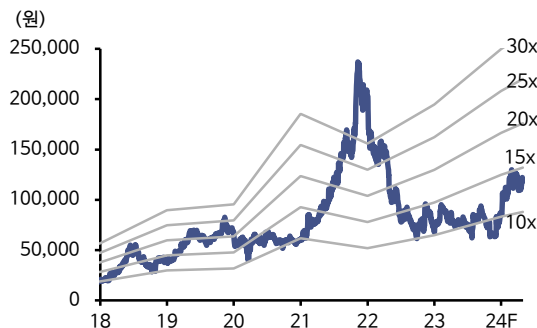
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## SOOP 2024, 2025년 실적 전망

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	415.4	420.8	1.3	472.1	466.4	(1.2)
영업이익	110.4	121.1	9.7	130.6	139.6	6.9
순이익	89.8	95.7	6.6	106.7	112.5	5.4

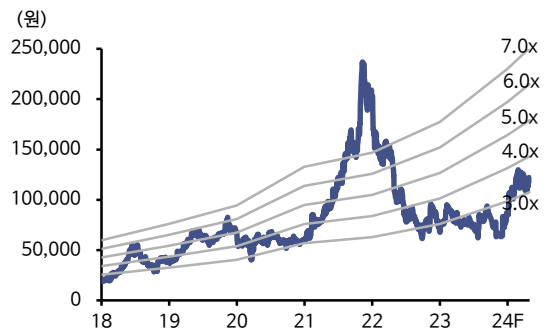
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## SOOP 12개월 선행 PER band



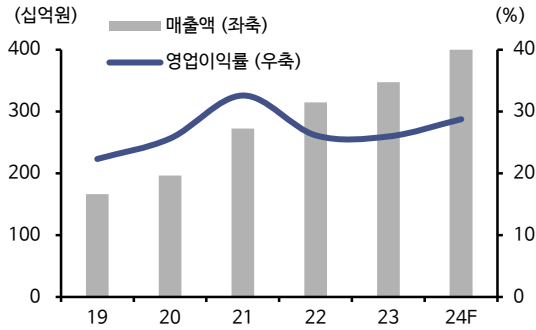
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## SOOP 12개월 선행 PBR band



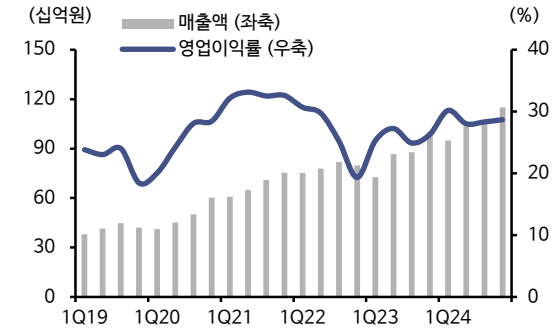
자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 연간 실적 추이 및 전망



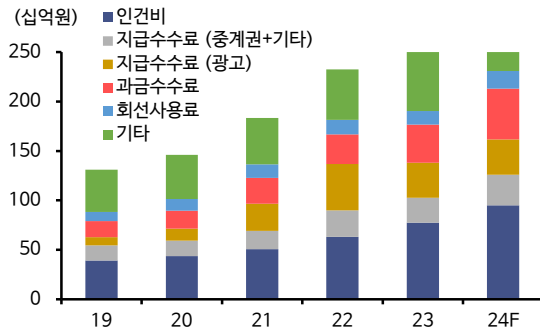
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 분기 실적 추이 및 전망



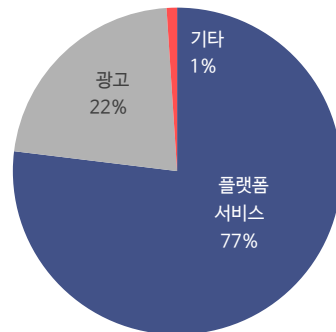
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 연간 비용 추이 및 전망



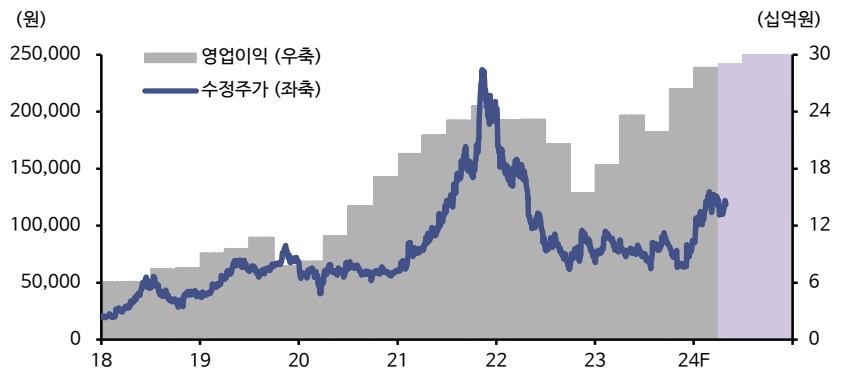
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### SOOP 영업이익 및 주가 추이



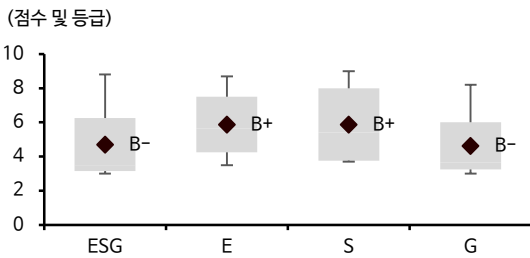
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

# ESG Insight

## Analyst Comment

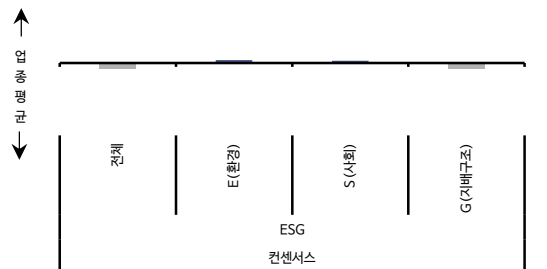
- ◆ 환경: 에너지 사용 저감 및 환경 캠페인 추진
- ◆ 사회: 역량강화교육 및 일자리 창출과 지역사회 기반 봉사활동 추진
- ◆ 지배구조: 클린 콘텐츠 조성체계 수립 및 파트너 지원정책 추진

### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

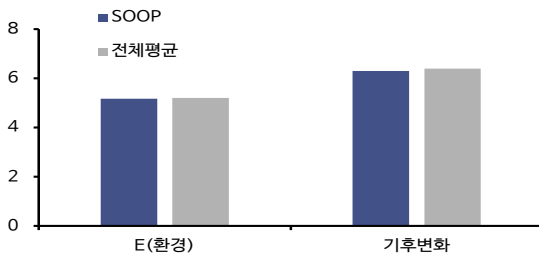
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

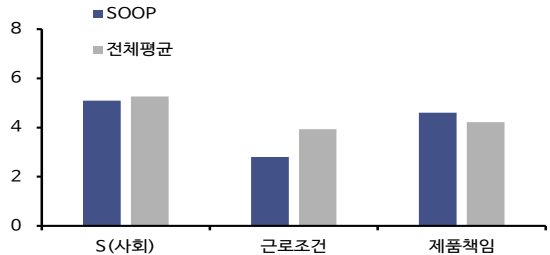
## Key Chart

### 환경 세부 점수 및 전체평균



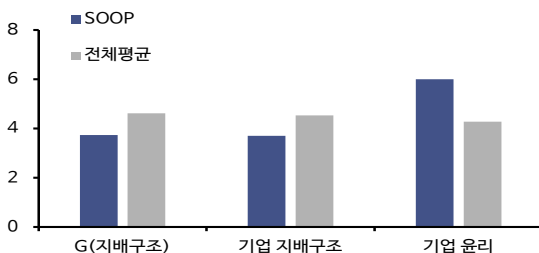
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 사회 세부 점수 및 전체평균



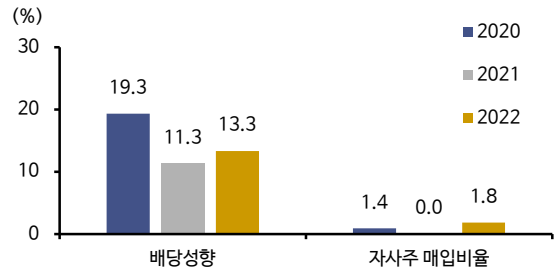
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 배당성향 및 자사주 매입비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>465.1</b>	<b>578.1</b>	<b>704.9</b>	<b>849.1</b>	<b>1,018.6</b>
유동자산	370.3	480.8	623.6	776.5	950.7
현금및현금성자산	76.6	136.3	251.0	375.3	523.0
매출채권	20.3	24.1	27.6	31.2	34.6
재고자산	0.0	0.9	1.0	1.2	1.3
비유동자산	94.9	97.3	81.3	72.6	67.8
유형자산	37.6	35.8	20.3	12.0	7.6
무형자산	11.9	18.0	16.9	15.9	15.0
투자자산	23.3	13.7	14.3	14.9	15.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>224.0</b>	<b>284.7</b>	<b>324.7</b>	<b>365.5</b>	<b>403.4</b>
유동부채	217.4	274.1	313.5	353.6	390.9
단기차입금	0.8	3.8	3.8	3.8	3.8
매입채무	0.5	1.0	1.2	1.4	1.5
유동성장기부채	0.0	1.4	1.4	1.4	1.4
비유동부채	6.5	10.6	11.3	11.9	12.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	2.6	6.3	6.3	6.3	6.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>241.2</b>	<b>293.3</b>	<b>380.1</b>	<b>483.6</b>	<b>615.1</b>
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	64.7	65.9	65.9	65.9	65.9
기타자본	(45.1)	(61.5)	(61.5)	(61.5)	(61.5)
기타포괄이익누계액	(6.2)	(7.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
이익잉여금	222.0	288.4	375.0	478.5	610.0
<b>지배주주지분</b>	<b>241.2</b>	<b>291.2</b>	<b>377.8</b>	<b>481.3</b>	<b>612.8</b>
비지배주주지분	0.0	2.1	2.3	2.3	2.3
*충차입금	7.3	16.5	17.2	18.0	18.7
*순차입금(순현금)	(272.7)	(346.8)	(471.7)	(606.3)	(763.5)

### 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>100.9</b>	<b>119.7</b>	<b>137.5</b>	<b>147.2</b>	<b>169.8</b>
당기순이익	59.5	74.6	95.8	112.5	140.6
유형자산상각비	15.9	18.7	15.5	8.3	4.4
무형자산상각비	1.1	1.4	1.1	1.0	0.9
외화환산손실(이익)	(0.2)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.8)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
운전차량변동	23.5	12.3	25.1	25.4	23.8
(법인세납부)	(32.5)	(17.4)	(29.3)	(31.7)	(39.7)
기타	34.5	31.1	29.3	31.7	39.8
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(57.2)</b>	<b>(25.7)</b>	<b>(11.5)</b>	<b>(11.7)</b>	<b>(10.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(14.6)	(8.8)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.7)	0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	65.1	46.6	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타	(107.7)	(64.0)	(10.9)	(11.1)	(10.3)
<b>FCF</b>	<b>82.4</b>	<b>106.7</b>	<b>130.6</b>	<b>139.9</b>	<b>152.0</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(42.0)</b>	<b>(34.0)</b>	<b>(8.4)</b>	<b>(8.3)</b>	<b>(8.4)</b>
차입금의 증가(감소)	(9.2)	(1.5)	0.7	0.7	0.7
자기주식의처분(취득)	20.0	18.8	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.0)	(8.0)	(9.1)	(9.1)	(9.1)
기타	(44.8)	(43.3)	0.0	0.1	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(3.0)	(2.8)	(3.0)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>1.5</b>	<b>59.7</b>	<b>114.7</b>	<b>124.4</b>	<b>147.5</b>
기초현금	75.1	76.6	136.3	251.0	375.4
기말현금	76.6	136.3	251.0	375.4	523.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>315.0</b>	<b>347.6</b>	<b>420.8</b>	<b>466.4</b>	<b>518.8</b>
증감률 (%)	15.7	10.4	21.1	10.8	11.2
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>315.0</b>	<b>347.6</b>	<b>420.8</b>	<b>466.4</b>	<b>518.8</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>232.6</b>	<b>257.3</b>	<b>299.7</b>	<b>326.7</b>	<b>356.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>82.4</b>	<b>90.3</b>	<b>121.1</b>	<b>139.6</b>	<b>162.2</b>
증감률 (%)	(7.2)	9.6	34.1	15.3	16.1
영업이익률 (%)	26.2	26.0	28.8	29.9	31.3
영업외손익	0.2	5.8	4.0	4.6	18.1
금융손익	3.2	11.0	12.1	15.7	20.1
기타영업외손익	(3.2)	(5.2)	(8.0)	(11.2)	(2.0)
중속 및 관계기업관련손익	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>82.6</b>	<b>96.1</b>	<b>125.1</b>	<b>144.2</b>	<b>180.2</b>
법인세비용	23.1	21.5	29.3	31.7	39.7
계속사업이익	59.5	74.6	95.8	112.5	140.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>59.5</b>	<b>74.6</b>	<b>95.8</b>	<b>112.5</b>	<b>140.6</b>
증감률 (%)	(16.0)	25.4	28.4	17.4	25.0
순이익률 (%)	18.9	21.5	22.8	24.1	27.1
(지배주주)당기순이익	59.7	74.6	95.7	112.5	140.6
(비지배주주)당기순이익	(0.2)	0.0	0.2	0.0	0.0
총포괄이익	58.1	73.1	95.8	112.5	140.6
(지배주주)총포괄이익	58.3	73.0	94.7	111.2	138.9
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	0.0	1.1	1.3	1.7
<b>EBITDA</b>	<b>99.4</b>	<b>110.4</b>	<b>137.7</b>	<b>148.9</b>	<b>167.5</b>
증감률 (%)	(4.0)	11.1	24.7	8.1	12.5
EBITDA 이익률 (%)	31.6	31.8	32.7	31.9	32.3

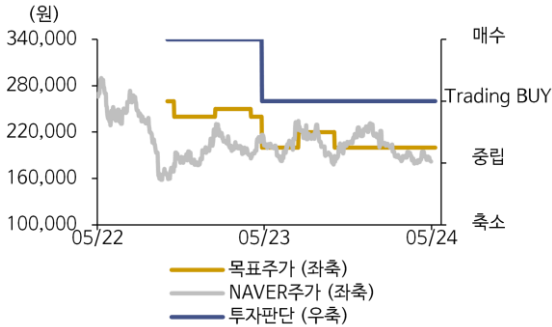
### 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	5,177	6,492	8,338	9,787	12,231
EPS (지배순이익, 원)	5,197	6,489	8,325	9,787	12,231
BPS (자본총계, 원)	20,981	25,520	33,071	42,070	53,514
BPS (지배지분, 원)	20,979	25,337	32,875	41,874	53,318
DP (원)	730	850	850	850	850
PER (당기순이익, 배)	13.7	13.2	13.8	11.7	9.4
PER (지배순이익, 배)	13.7	13.2	13.8	11.7	9.4
PBR (자본총계, 배)	3.4	3.4	3.5	2.7	2.1
PBR (지배지분, 배)	3.4	3.4	3.5	2.7	2.2
EV/EBITDA (배)	5.5	5.8	6.2	4.8	3.3
배당성향 (%)	13.3	12.2	9.5	8.0	6.4
배당수익률 (%)	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	31.6	31.8	32.7	31.9	32.3
영업이익률 (%)	26.2	26.0	28.8	29.9	31.3
순이익률 (%)	18.9	21.5	22.8	24.1	27.1
ROA (%)	13.6	14.3	14.9	14.5	15.1
ROE (지배순이익, %)	26.5	28.0	28.6	26.2	25.7
ROIC (%)	(94.2)	(85.2)	(84.3)	(75.4)	(73.3)
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	92.9	97.1	85.4	75.6	65.6
순차입금비율 (%)	(113.1)	(118.2)	(124.1)	(125.4)	(124.1)
현금비율 (%)	35.2	49.7	80.1	106.1	133.8
이자보상배율 (배)	129.6	113.6	120.6	134.0	149.3
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.6)	(2.6)
재고자산회수기간 (일)	N/A	0.5	0.8	0.9	0.9
매출채권회수기간 (일)	18.4	23.3	22.4	23.0	23.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

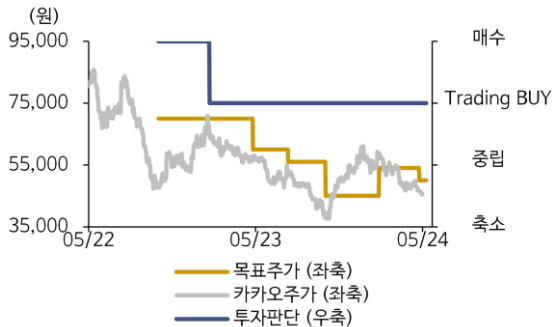
### NAVER (035420)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 14일	커버리지제외	-	-	-
2022년 10월 24일	매수	260,000	(35.7)	(33.1)
2022년 11월 08일	매수	240,000	(21.0)	(6.9)
2023년 02월 06일	매수	250,000	(18.0)	(7.8)
2023년 04월 25일	매수	240,000	(15.3)	(11.0)
2023년 05월 19일	Trading BUY	200,000	0.9	16.5
2023년 08월 07일	Trading BUY	220,000	(5.1)	4.3
2023년 10월 25일	Trading BUY	200,000	1.3	15.8
2024년 04월 26일	6개월경과	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

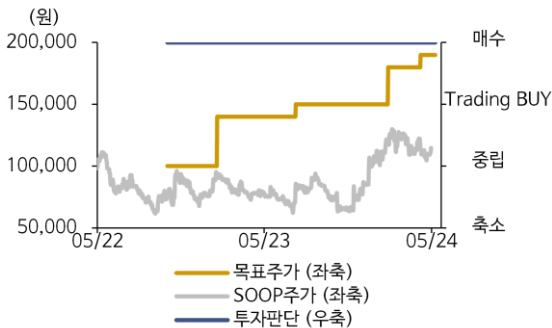
### 카카오 (035720)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 14일	커버리지제외	-	-	-
2022년 10월 24일	매수	70,000	(18.0)	1.3
2023년 02월 13일	Trading BUY	70,000	(14.6)	(7.1)
2023년 05월 19일	Trading BUY	60,000	(12.2)	(3.3)
2023년 08월 04일	Trading BUY	56,000	(16.7)	(5.7)
2023년 10월 25일	Trading BUY	45,000	15.1	35.8
2024년 02월 19일	Trading BUY	54,000	(4.7)	8.7
2024년 05월 17일	Trading BUY	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### SOOP (067160)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 14일	커버리지제외	-	-	-
2022년 10월 24일	매수	100,000	(18.6)	(4.0)
2023년 02월 10일	매수	140,000	(44.0)	(33.4)
2023년 08월 01일	매수	150,000	(45.6)	(25.1)
2024년 02월 02일	6개월경과	-	(24.5)	(18.9)
2024년 02월 19일	매수	180,000	(33.4)	(27.8)
2024년 04월 30일	매수	190,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 NAVER, 카카오를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터	비중확대		중립		축소	
		매수	매도	매수	매도	매수	매도
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높은 경우		업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우		업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우	
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%							
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%							
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하							

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 5월 21일 기준)

매수 (매수)	93.88%	Trading BUY (중립)	4.08%	중립 (중립)	2.04%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------