

완 Z 언 홀딩

0. Intro

1. 인큐베이터 밖으로 나온 일본 이커머스 갓난 아기
2. 응애 나 이커머스, 핀테크랑 놀래요
3. 본업도 잘하는 우량아기
4. 해외까지 정복할 보스 베이비
5. Valuation

Rating

Buy

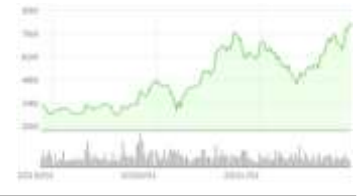
목표주가: 1,210 JPY

현재주가: 825.5 JPY

상승여력: 46%

12M 주가추이

시가총액 6 조 271 억 JPY



Balance sheet data

순자산 2 조 6,823 억 JPY

PBR 2.22 배

ROE 4.06%

Earning data

PER 66.92 배

12M EPS 12.34 JPY

EV/EBITDA 21.95 배

주요 주주

A Holdings 65.3%

SMIC 3 팀

팀장 43 기 박규형

팀원 43 기 김필호

44 기 김영서

44 기 김용준

44 기 오유진

0. Intro

Z Holdings: 6조 271억 엔

네이버: 66조 3.624억 원

동사와 네이버의 시가총액이다. 라인과 야후!의 합병으로 탄생한 동사는 일본판 네이버와 카카오가 만난 거대 플랫폼인데도 그 규모는 네이버라는 단일 기업과 유사하다. 동사에 대한 시장의 평가를 어떤 의미로 해석해야 할까?

우리는 동사의 합병 과정을 단순히 두 회사가 더해져서 좋다고 바라봐서는 안 된다. 아직 합병의 시너지는 크지 않았다. 커머스과 광고가 동사 사업의 대부분을 차지하는데, 합병 이후에 커머스 거래액 성장률이 오히려 줄어들었고, 야후!의 광고 매출도 분기별 역성장하는 등 성장 폭이 제한적이었다. 게다가 일본은 구조적으로 이커머스 침투율이 낮고 정체되어 있어 기대가 적었고, 야후! 쇼핑 또한 3위 플랫폼으로서 주목을 받지 못했다. 핀테크 사업은 적자가 지속되었다.

이에 비해 네이버를 보자. 커머스 거래액의 성장이 뛰어나고 광고 매출의 증가 폭이 크다. 핀테크는 효자 사업이 되었다. 이는 카카오라는 플랫폼에도 해당되는 이야기다.

즉, 동사는 네이버와 카카오의 초기 단계, 광고와 일반 쇼핑, SNS 사업만 재현하고 있을 뿐이다. 하지만 플랫폼이 수혜를 입을 수 있는 일본의 전방 리테일 시장 규모가 한국에 비해 40% 이상 크기 때문에 네이버와 비슷한 시가총액을 유지할 수 있었다. 오히려 적절한 시장의 평가였다고 볼 수 있다.

하지만 이제는 다르다. 네이버와 카카오가 그랬듯이, 유사한 단계를 거치며 보일 엄청난 파급 효과가 '이제 막' 시작되었다. 커머스 사업에서는 일본의 구조적 문제가 해결되는 지금 이 시점에서 마이스마트스토어와 라인 커머스를 통해 이머징 마켓을 그대로 흡수할 것이다. 광고 사업에서는 SNS와 포털의 시너지 효과가 나타나 성장이 가속화될 것이다. 핀테크 사업에서는 자체 상품 출시를 통해 흑자 전환에 성공할 것이다.

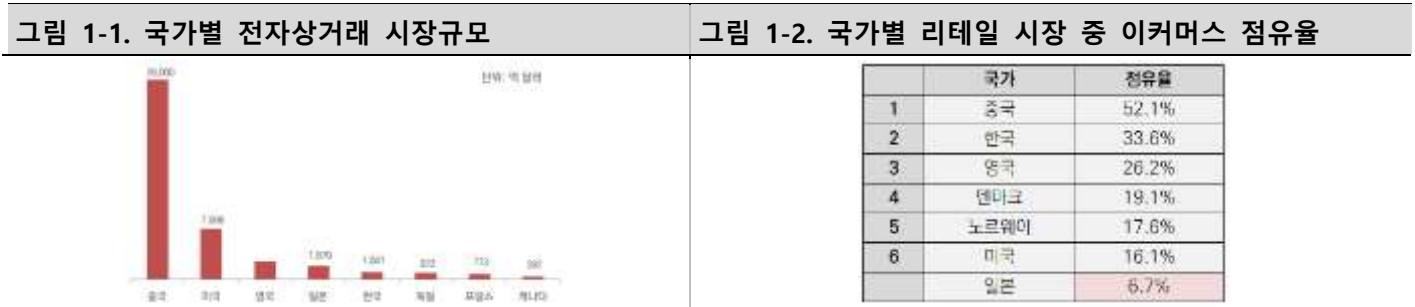
이렇게 언젠가 동사는 네이버, 카카오가 그랬듯이 거대한 일본의 1위 플랫폼으로 진화할 것이다. 이때, 시장 규모와 구매력이 상대적으로 큰 일본의 1위 플랫폼이 한국의 1위 플랫폼만큼 Valuation 되는 것이 타당할까? 본 보고서는 동사의 성공 가능성을 치밀하게 증명하여 동사가 거대 공룡 플랫폼으로 나아가는 과정에서의 주가 re-rating을 전망하고자 한다.

1. 인큐베이터 밖으로 나온 일본 이커머스 গত년 아기

1.1. 이커머스의 잠룡(潛龍) 일본

시장규모 4 위,
침투율 6.76%?

글로벌 이커머스 시장이 무서운 속도로 성장하고 있다. 2019년 3.5조 달러 규모였던 B2C 전자상거래 시장은 2020년 4조를 돌파해 2023년에는 6.5조 달러 규모로 전체 소매 판매의 22% 이상을 차지할 전망이다. 이렇게 빠르게 성장하는 전자상거래 시장에서 **일본은 시장규모 기준으로 4위를 차지하고 있는 핵심 시장이다.**



순위	국가	점유율
1	중국	52.1%
2	한국	33.6%
3	영국	26.2%
4	덴마크	19.1%
5	노르웨이	17.6%
6	미국	16.1%
	일본	6.7%

출처: eMarketer, SMIC 3팀

출처: SMIC 3팀

그런데 그림 [1-2]에서처럼 **일본의 전자상거래 침투율은 고작 6.76%** 수준에 불과하다. 규모로는 세계 4위에 달하는 일본이 대체 **왜 이처럼 말도 안 되게 낮은 전자상거래 침투율을 보이는 것일까?** 본 보고서는 그 이유를 이미 전자상거래가 충분히 침투한 국가들을 통해 분석하였고, 다음과 같이 **이커머스 성장을 위한 5가지 공통 조건을** 추출하였다.

1.2. 이것만 갖춰지면 준비 끝!

조건 1.
인구밀도

① **높은 인구밀도:** 이커머스의 경쟁력은 결국 유통망에 달려있다. 유통망을 구축하기 위해서는 물류센터가 필수인데, 하나만 해도 2,000억원이라는 막대한 비용이 투입된다. **높은 인구밀도가 중요한 이유이다.** 같은 규모의 물류 센터와 유통망을 깔더라도 훨씬 많은 Q를 감당할 수 있기 때문이다. 기업 입장에서는 규모의 경제 실현까지 소요되는 시간을 대폭 단축할 수 있다. 인구밀도가 낮은 국가 내에서도 **비교적 인구밀도가 높은 지역에 전자상거래 사업자들이 밀집해 있다.** 실제로 중국의 전체 인구밀도는 148명/km²이지만 대부분의 전자상거래가 이루어지는 동부는 780명/km²에 달한다.

조건 2.
Cash-less

② **낮은 현금결제 비중:** 이커머스 환경에서의 모든 결제는 신용카드나 간편결제 등 현금이 아닌 수단으로 이루어진다. 실제로 한국(14%)과 영국(18.2%), 미국(20%)의 현금결제 비중은 눈에 띄게 낮으며 중국 역시 최근 현금결제 비중이 7.1%까지 급락하고 있다.

조건 3.
인터넷 환경

③ **최소한의 인터넷 이용시간:** 최소한의 인터넷 이용시간은 이커머스가 성장하기 위한 기본 조건으로, 이것이 보장되지 않으면 애초에 전자상거래 발달이 가능하지 않다.

조건 4.
스마트폰 보급

④ **높은 스마트폰 보급률:** 인터넷 이용시간이 이커머스의 전제 조건이라면 높은 스마트폰 보급률은 이커머스 시장의 **상방을 의미한다.** 스마트폰 보급률 상승은 이커머스를 이용할 수 있는 매체의 증가를 의미하므로 시장의 외연 확대에 필수적이다. 실제로 전자상거래가 성숙할수록 이용 매체가 인터넷에서 스마트폰으로 확대되는데, 현재 이커머스 시장에서 **모바일 매체가 차지하는 비중은 50~80%에 달한다.**

조건 5.
리테일 규모

⑤ **충분한 리테일 시장규모:** 위의 조건들과 함께 전자상거래가 발전하려면 당연히 국가의 소매시장 자체가 충분한 규모로 발달해 있어야 한다. 리테일 시장규모를 인구수로 나눠 계산한 [그림1-3]의 1인당 리테일 시장규모 수치를 보면 **중국을 제외한 주요 국가들의 값은 모두 OECD 11위인 호주의 \$5,191/명을 상회한다.**

상술한 내용을 이커머스 침투율 상위 6개 국가들과 일본에 적용하면 아래와 같다.

그림 1-3. 이커머스 주요 국가별 선결 조건 비교

	국가	인구밀도 (명/km2)	현금결제 비중	월별 인터넷 이용 시간	스마트폰 보급률	리테일 시장규모 (\$/명)
1	중국	148	40.0%	13.5	69.0%	4215.28
2	한국	515	14.0%	27.7	95.0%	5882.36
3	영국	275	18.2%	32.3	82.9%	7352.94
4	덴마크	135	20% 미만	14.9	88.0%	8317.61
5	노르웨이	16.5	20% 미만	15.2	95.0%	13035.38
6	미국	33.5	20.0%	35.3	85.0%	16969.70
	일본	334	70.3%	18.4	63.2%	10350.00

출처: SMIC 3팀

여기에서 인구 밀도 조건에 부합하지 않는 노르웨이의 높은 침투율에 대한 의문이 생길 수 있다. 그러나 이는 **정부 차원의 강력한 캐시리스 정책 때문이다.** 현재 덴마크와 노르웨이는 동전과 지폐 제작을 중단하는 등 적극적인 캐시리스 제도가 시행 중이며, 국가 주도에 의해 현저히 낮아진 현금결제 비중이 다른 조건들을 제친 것으로 판단된다.

1.3. 일본, 어디까지 왔나?

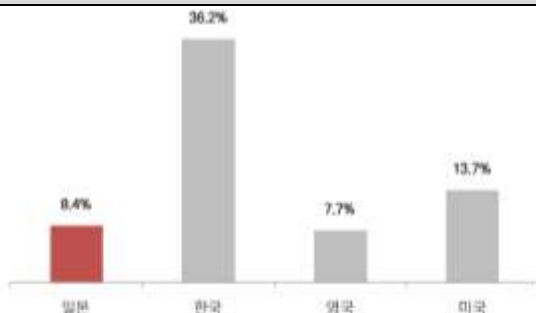
일본의 문제점 1
: 높아도 너무 높은
현금결제 비중

본 보고서는 일본에서 지금까지 E Commerce 시장이 발전하지 못한 이유를 ① 현금 결제 비중, ② 식료품 및 의류 부문 침투율 부족이라고 추출하였다.

① 일본은 현재 낮은 현금결제 비중을 제외하고는 모든 조건을 만족시키고 있다. [그림1-3]에서 알 수 있듯이 일본은 높은 인구밀도와 최소한의 인터넷 이용시간, 충분한 리테일 시장규모라는 세 조건을 이미 갖추고 있었으며 낮았던 스마트폰 보급률마저 최근 82%까지 급격히 증가하며 네 번째 조건까지 충족시켰다.

일본의 현금결제 비중이 아직까지도 이토록 높게 유지되어온 까닭은 무엇일까? 우선 ① 인구 구성 측면에서 일본은 **현금을 이용한 대면 결제를 선호하는 55세 이상 인구 비중이 40% 이상을 차지할 정도로 고령 인구 비중이 매우 높다.** 또한 ② 정책 측면에서는 낮은 신용카드 사용률과 높은 수수료율로 인한 Cash-less 결제수단의 비선호를 들 수 있다. 하지만 위의 현금 결제 비중 부족은 너무나 다 아는 진부한 이야기이다.

그림 1-4. 일본 GDP 대비 신용카드 사용금액



출처: 한국은행, SMIC 3팀

그림 1-5. 신용카드 수수료율 비교

일본	4.00-5.00%
한국	1.80%
미국	2.00%
영국	1.65%
프랑스	0.70%
세계 평균	2.80%

출처: 한경경제, SMIC 3팀

일본의 문제점 2
: 낮아도 너무 낮은
식료품, 의류 침투율

② 그렇다면 실질적으로 일본에서 지금까지 EC 시장이 발전하지 못했던 '그 시장 자체의' 특징은 무엇일까? 본 보고서는 바로 **식료품·의류·화장품 분야의 낮은 침투율**이라고 독자적으로 분석하였다. 일본의 서적, 생활가전, 영상·음악 등의 이커머스 침투율은 37.5~43% 사이로 이커머스 선진국들에 비해 전혀 떨어지지 않으며 오히려 높은 편이다. 반면 전체 리테일 시장에서 가장 큰 규모(이하 세 품목 총합 45%)를 차지하는 식료품 시장의 이커머스 침투율은 2.89%, 의류는 13.87%, 화장품은 6%에 불과했다.

즉, 가장 규모가 크고 빨리 침투되어야 했을 주요 품목들이, 오히려 일본에선 가장 낮게 그리고 늦게 침투되어 전체 침투율을 함께 낮추고 있는 상황인 것이다.

1.4. 일본 이커머스, 이제는 다르다

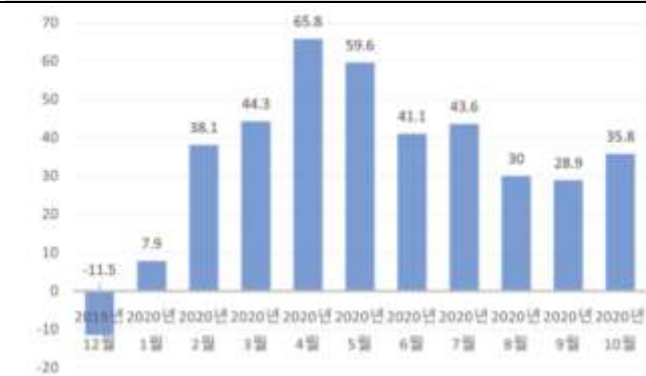
소결하면, 일본은 **1)주요 품목들의 낮은 침투율과 2)높은 현금결제 비중**이라는 두 원인 때문에 다른 조건들이 충족되었음에도 불구하고 이커머스의 침투율이 낮게 유지되었다. 이 문제점들만 해소된다면 일본의 이커머스 시장은 폭발적으로 성장할 것이 자명하다. 그리고 실제로 이것들은 이미 해결되고 있다!

1.4.1. 넷슈퍼로 살펴보는 식료품 EC화: 식료품의 낮은 침투율 해소!

**코로나 19로 인한
식료품 EC침투율 ↑**

식료품 분야의 낮은 침투율은 코로나19를 계기로 빠르게 개선되고 있다. 인터넷에서 식료품 소비재를 판매하는 '넷슈퍼'의 이용이 확대되면서 [그림 1-8]에서처럼 식품 분야의 이커머스 지출액은 전년 대비 명목 기준 42.6% 급증하였다. 소매 시장에서의 비중은 가장 높지만, 침투율은 2.89%로 가장 낮아 전체 EC 침투율을 낮게 유지시켰던 식료품 카테고리도 드디어 전자상거래로 무대를 옮긴 것이다.

그림 1-6. 넷슈퍼 월별 이용건수 증감률



출처: 일본 유통경제연구소

그림 1-7. 분야별 이커머스 지출액 명목 증가율

	名目増減率	名目寄与度
食料	42.6	8.28
保険	48.9	1.88
保健・医療	19.9	1.06
贈答品	24.9	0.79

출처: 일본 총무성

변화의 시작일 뿐이다

본 보고서는 이것이 코로나19로 인한 일시적인 성장인지 분석하기 위해, **일본에서 코로나19 상황이 확연히 진정된 2021년 1월에서 3월까지의 기간 동안 넷슈퍼에서 가장 높은 점유율을 차지하고 있는 라쿠텐 세이유 넷슈퍼의 유통 총액이 어떻게 변화하였는지 살펴보았고, 그 결과 전년 동기 대비 30% 증가하였음을 확인하였다.** 이는 일본의 이커머스 성장이 일회성 현상이 아니라는 것을 의미한다. 그렇다. 앞으로도 이어질 변화의 서막일 뿐이다!

1.4.2. 잠룡(潛龍)이 깨어나다: 고령층과 식료품, 의류 견인하는 이커머스 성장

노인층도 이커머스를 한몫 넷슈퍼와 관련하여 본 보고서가 주목한 사실은 **식품품의 이커머스화를 견인한 것이 다름 아닌 지금껏 전자상거래에 참여하지 않았던 55세 이상 고령층**이라는 점이다. 즉, 가장 침투가 되지 않았던 분야에 가장 EC 이용을 하지 않았던 인구가 유입된 것이다!

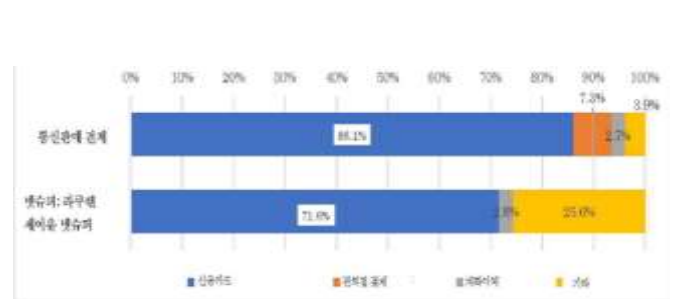
실제로 유통경제연구소에 따르면 전년 동기 대비 넷슈퍼 이용자수는 30대가 33.6%, 40대가 29.8% 증가한 반면, **50대 69.3%, 60대 92.4%, 70대 이상은 109.7%까지 증가하였다.**

그림 1-8. 식품품 분야에서 일본 노인 EC이용률 급증



출처: SMIC 3팀

그림 1-9. 넷슈퍼 결제수단 비중



출처: 후지경제조사, SMIC 3팀

왜 고령층들은 이전과 달리 가장 진입하지 않았던 식품품 EC 시장에 진입했을까? 그 이유는 노인들이 이제껏 EC를 이용하지 않았던 이유와 식품품 시장 EC 시장의 결제 방식의 교집합에서 기인한다.

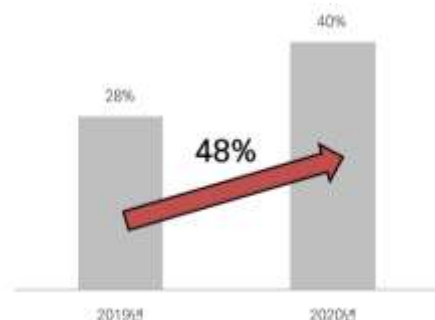
55세 이상의 고령층은 전체 인구의 40%를 차지함과 동시에 구매력은 43%에 달하는 주요 고객이며, 이들은 설문에 따르면 지금까지는 '사용하기 너무 어려움(60.1%)', 즉 어려운 용이성과 신용카드 결제가 빛이라는 이유로 전자상거래를 전혀 이용하지 않았다. 하지만 만약 간편 결제가 보급되어 '그 즉시' '신용 걱정 없이' 결제가 '쉽게' 이루어진다면?

그리고 넷슈퍼는 이를 모두 잡아냈다. 그림 1-8을 보면 넷슈퍼의 경우 결제 수단 중 간편 결제의 비중이 25%로 보통 EC 매체에 비해 매우 높다. 그리고 간편 결제는 노인들이 그간 EC에 진입하지 못했던 용이성과 신용 문제를 모두 잡아냈다. 코로나를 계기로 한번 간편 결제를 이용해본 노인들이 코로나 장기화로 인해 넷슈퍼를 통한 간편결제에 익숙해짐에 따라 높은 심리적 진입장벽이 해소되기 시작했고, 실제로 노년층의 전자상거래 비중은 2019년 약 28%에서 2020년 하반기 40%까지 48% 이상 폭발적으로 급증하게 된 것이다.

그림 1-10. 일본 고령층 인구 비중 및 구매력

	인구	구매력
일본 전체	126190000.00	3604200000000.00
50세 이상	59309300.00	1830833600000.00
	0.47	0.51
55세 이상	50476000.00	1549806000000.00
	0.40	0.43

그림 1-11. 일본 노년층 전자상거래 비중 추이



출처: SMIC 3팀

출처: SMIC 3팀

1.4.3. 식료품만 좋아질 리 없지?

기타 품목들도
함께 개선되는 중

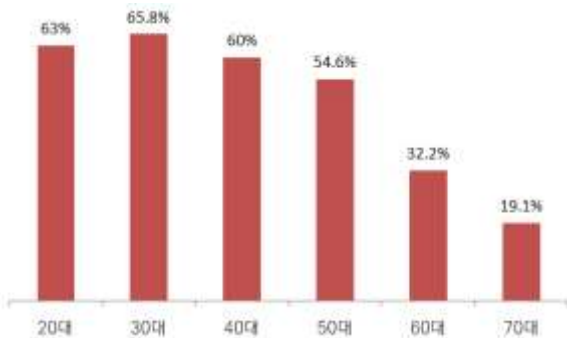
여기에 식료품뿐만 아니라 기존에 낮은 침투율을 보였던 다른 품목들에서조차 이커머스 침투율의 전반적 개선이 이루어지고 있다. 의류 부문 침투율은 2019년 13.89%에서 가장 최근 자료 기준 약 19%로 약 50% 이상 침투율이 급증하였다. 그렇다면 이 역시 코로나 19 사태로 인한 일시적인 현상일까?

아니다. 일본은 3분기 들어서 코로나19 환자가 1/10로 감소하는 등 사실상 위드 코로나 시대에 진입하였다. 하지만 이렇게 코로나 19의 영향이 끝나고 오프라인 활동이 재개된 2021년 3분기에도 실제로 패션 분야 이커머스를 조조타운의 상품 취급고는 1,186억엔으로 전년 동기 대비 22.2% 증가했으며, 유니클로를 운영하는 패스트 리테일링의 2021년 전자상거래 매출도 전년 대비 48.3% 증가한 367억엔으로 급성장하였다. 다시 말하지만, 코로나 19는 전반적인 전자상거래 침투를 촉발했을 뿐이고, 이러한 현상은 일시적인 것이 아니다.

1.4.4. 정부까지 도와주는 캐시리스: 높은 현금결제 비중 해소!

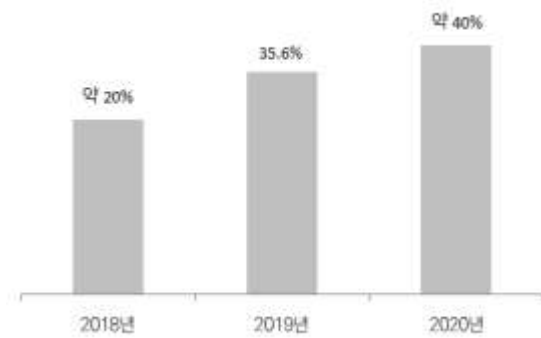
가장 결정적으로, 일본의 현금결제 비중 감소가 드디어 본격화되고 있다. [1.3.]에서 언급한 인구 구성과 정책, 두 가지 측면의 문제가 동시에 해결되는 중이기 때문이다. 우선 ① 인구 구성 측면에서, 상술하였듯 현금 선호도가 매우 높았던 노인층이 코로나19로 간편결제와 신용카드 결제를 경험하며 비현금결제 비중이 빠르게 올라오고 있다. 이에 더해 일본 비노인층은 애초에 코로나19 이전부터도 비현금결제 및 전자상거래 이용 비중이 높았으며, 실제로 2018년 일본 젊은층의 이커머스 이용률은 20대 78%, 30대 79%, 40대 69%로 한국의 20대 이용률 84%와 유사한 수준이다.

그림 1-12. 일본 연령대별 이커머스 사용자수 비중



출처: Telecommunications usage trend survey, SMIC 3팀

그림 1-13. 일본 젊은층 비현금결제 비중



출처: SMIC 3팀

일본 정부의 ② 적극적인 정책 지원까지 더해졌다. 정부의 오랜 현금결제 축소 시도에도 불구하고 최근까지 가시적인 효과가 나타나지 않았던 이유는 1) 캐시리스 결제를 이용할 명확한 유인이 없었고, 2) ATM이 많아 현금 사용에 불편함이 없었으며, 3) 각종 수수료가 부담으로 작용했기 때문이었다. 그러나 이러한 저해 요인들이 정책을 통해 점진적으로 해소되며, 일본 캐시리스 비전의 효과는 이제서야 탄력을 받고 있다.

우선 1)과 관련하여, 일본 정부는 2019년 10월 소비세를 8%에서 10%로 인상하고 동시

에 2020년 6월까지 결제금액의 5%를 캐시리스 결제수단으로 돌려주는 캐시리스 환급 제도를 통해 비현금결제를 이용할 명확한 경제적 동기를 제공하였다. 실제로 경제산업성에 따르면 제도 시행 이후 일본의 캐시리스 결제는 43% 증가했다. 2)와 관련해서는 간편한 현금 사용을 가능하게 하던 ATM기가 철거되는 중이다. 현재 주요 은행들은 현금결제 비중 감소에 대비하여 기기 대수를 빠르게 줄이고 있으며, 이는 2016년의 한국, 2016년의 영국처럼 사회가 캐시리스 결제로 이행할 때 공통적으로 나타나는 전조현상이다.

그림 1-14. 성인 100,000명당 ATM대수

순위	국가	대수
5	미국	173.9
12	일본	127.59
15	독일	118.22
17	영국	115.67
26	중국	96.82

출처: SMIC3팀

그림 1-15. 일본 ATM기 감소 추이



출처: 전국은행협회

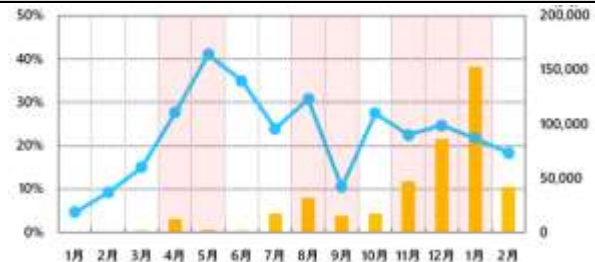
마지막으로 3)과 관련하여, 지금까지 캐시리스의 방해물로 작용하던 높은 수수료가 정부 차원에서 인하되고 있다. 일본 정부는 2021년 3월, 은행들에 타행 송금 수수료를 기존 117엔의 절반 수준인 62엔으로 일괄 인하하도록 요청했다. 여기에 중소 소매점 상대 수수료를 상한이 3.25%로 제한되었으며, 일본 공정위원회도 신용카드 수수료의 투명화로 캐시리스 결제의 부담을 줄이겠다는 목적 하에 카드사 수수료거래 조사에 착수했다. 그 결과 글로벌 대비 매우 높았던 카드 수수료율은 점진적으로 하락해, 현재 주요 카드사의 수수료율은 2.7% 내외로 세계 평균보다 낮아지는 모습까지 보이고 있다.

그림 1-16. 국가별 평균 카드 수수료액 비교

일본	4.00~5.00%
한국	1.80%
미국	2.00%
영국	1.65%
프랑스	0.70%
세계 평균	2.80%

출처: 한경경제, SMIC 3팀

그림 1-17. 일본 월별 현금결제 추이



출처: 일본 총무성

이러한 정책들의 결과, 일본은행에 따르면 올해 일본의 현금 비율은 사상 최저치를 달성했으며 1월 현금결제는 42%로 감소, 신용카드는 35%, 간편결제는 7%까지 증가하였다. 이처럼 일본의 이커머스 침투율이 6.76%에 그칠 수밖에 없었던 요인들은 최근야 모두 해소되고 있으며, 마침내 모든 조건을 만족시킨 일본에는 무한한 성장만이 남아있다.

1.5. 일본, 영국처럼 성장하기 바로 직전!

앞선 논의를 바탕으로 하여, 본 보고서는 인구 구성, EC화율, 현금결제 비중을 종합적으로 고려해 현재의 일본과 유사한 상황에 있었던 국가로 일단 독일과 영국을 추려보았다.

1) 독일: 고령층 중심의 인구 구성과 50%를 상회하던 현금결제 비중 측면에서 지금의 일본과 닮았다. 다만 독일의 경우 캐시리스를 촉진한 특수한 요인이 없어, 전자상거래의

전세계적 일괄 성장이 있었던 코로나19 전까지 **이커머스 침투율 증가가 지지부진한 모습**을 보여왔으며 실제로 현재의 이커머스 침투율 역시 13% 내외로 높지 않다.

2) **영국**: 전체 인구 대비 55세 이상 인구의 비율은 30.8%, 구매력 비중은 31%이며 **결정적으로 캐시리스 추세 측면에서 지금의 일본과 매우 흡사하다**. 예컨대 영국 시장에서 EC 화율이 특징적으로 증가한 2016년을 살펴보면, 그 전까지 50개씩 소폭 하락하던 전국 ATM기 수가 2016년 이후로는 300개씩 철거되었고, 그에 따라 ATM기의 현금지불액이 34% 감소하면서 캐시리스 사회로의 빠른 이행이 이루어졌다. 체크카드 및 신용카드 결제횟수 역시 매년 5~18% 감소하며 2018년 처음으로 현금 결제횟수를 추월하였다.

그림 1-18. 영국 고령층 인구 및 구매력 비중

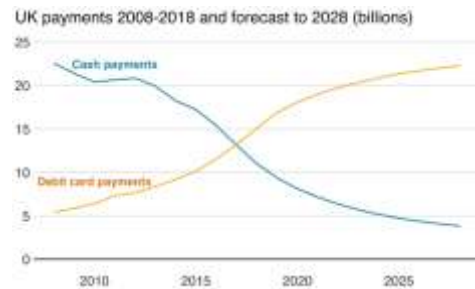
영국	연령대	인구	인구합	구매력
영국	0-4	3239447	39,127,524	4,50011E+11
	5-9	3539458		
	10-14	3435579		
	15-19	3115871		
	20-24	3472522		1,06016E+11
	25-29	3771493		2,54240E+11
	30-34	3624652		
	35-39	3738209		2,01062E+11
	40-44	3476303		
	45-49	3638639		3,21974E+11
영국	50-54	3875351	17,422,614	2,80779E+11
	55-59	3761782		
	60-64	3196813		
	65-69	2784300		1,9197E+11
	70-74	2814128		
	75-79	2009992		1,07815E+11
일본	80-84	1449189	17,422,614	3,72979E+11
	85-89	885343		
	90+	521067		

영국	35세 이상	30.8%	31.0%
40세 이상	24.2%	22.4%	
65세 이상	18.5%	16.9%	

일본	35세 이상	40%	43%
40세 이상	34.3%	36.0%	
65세 이상	26.3%	29.7%	

출처: SMIC 3팀

그림 1-19. 영국 현금결제 감소 추이



출처: UK Finance

본 보고서는 이러한 독일과 영국의 상황을 통해 **일본의 이커머스 시장이 독일이 아닌 영국의 선례를 따라갈 것**이라고 판단한다. 현재 일본 시장은 독일과 같이 지지부진한 성장이 이어지다가 코로나19로 인해 일시적인 폭발이 발생하고 있는 것이 아니라, 영국과 같이 지속적인 캐시리스 사회로의 이행에 의해 성장하고 있는 것이기 때문이다.

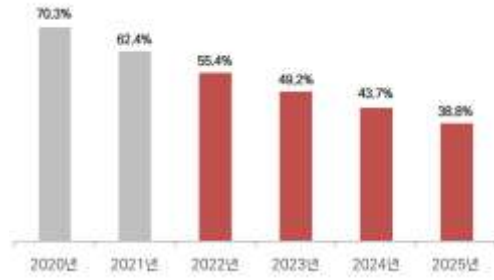
특히 이전까지 7% 수준의 EC화율 증가율이 갑자기 20.5%로 급증하던 **2016년 시점의 영국에 현재의 일본을 대입해볼 수 있다**. 상술하였듯 현금결제 비중 감소라는 경향성이 ATM기기 축소로 가시화되고 있으며, 비현금결제 비중이 가파르게 증가하는 모습이 지금까지 본 보고서에서 다룬 **일본 사회의 캐시리스 움직임과 일치**하기 때문이다. 나아가 앞선 라쿠텐 세이유 넷슈퍼의 사례에서처럼 현재 일본의 이커머스 발달은 코로나19 이후 다시 둔화되는 것이 아니라 점점 강화될 전망이다, 이는 **일본이 독일처럼 다시 지지부진한 성장의 상태로 회귀하지 않을 것**임을 시사한다.

이를 모두 고려하면 **향후 일본은 독일이 아닌 영국의 선례를 따라, 2020~2021년을 원년으로 영국의 2016년과 같은 폭발적인 이커머스 성장을 보일 것**이라고 결론지을 수 있다. 이에 근거하여 일본의 향후 EC화율과 비현금결제 추이를 대략 추정해보면 다음과 같다.

그림 1-20. 영국 및 일본 EC화율 추정

그림 1-21. 일본 비현금결제 추이 추정

중국 EC화율	%	증감	일본 EC화율	%	증감
2013년	17		2010년	2.84	
2014년	17.1	0.6%	2011년	3.17	11.6%
2015년	14.5	-15.2%	2012년	3.4	7.3%
2016년	15.6	7.6%	2013년	3.85	13.2%
2017년	18.9	20.5%	2014년	4.37	13.5%
2018년	20.6	9.6%	2015년	4.75	8.7%
2019년	21.8	5.8%	2016년	5.43	14.3%
2020년	30.9	41.7%	2017년	5.79	6.6%
2020년 2월	19.1		2018년	6.22	7.4%
2020년 4월	22	15.2%	2019년	6.76	8.7%
2020년 6월	32.9	49.5%	2020년	8.08	19.5%
2020년 11월	28.2	-14.3%	2021년	9.70	11.9%
2016 ~ 2019 CAGR 11.8%			2022년	11.64	11.90%
			2023년	13.96	11.90%
			2024년	16.75	11.90%
			2025년	20.11	-



출처: SMIC 3팀

출처: SMIC 3팀

이처럼 일본의 이커머스 침투율은 최근의 6.76%에서 2025년에는 20.11%까지 크게 증가할 것이며, 비현금결제 비중도 70.3%에서 38.8%로 급락할 것이다. 그리고 이렇게 폭발적인 성장을 앞둔 일본 이커머스 시장을 모두 흡수할 플레이어가 바로 동사, Z홀딩스이다.

2. 응애 나 이커머스, 핀테크랑 놀래요

2.1. 성공할 수밖에 없는 마이스마트스토어

2.1.1. 라인(Line)이 있기에 할 수 있는 것

스마트스토어로 이커머스 시장을 점령한 네이버

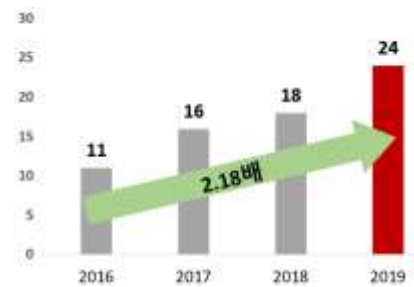
우리가 온라인 쇼핑을 할 때 가장 먼저 어떤 플랫폼에 접속하는지 생각해보자. 대부분 접근성이 뛰어난 포털 사이트 '네이버'에서 품목을 검색해보지 않는가? 이처럼 네이버는 국내 포털 사이트 1위 사업자로서 '스마트스토어'를 통해 이커머스 시장의 판도를 바꿔 놓았다. 네이버가 초기 '샵N'과 같은 단순한 오픈마켓을 런칭했을 때 시장 M/S는 4.97% 였지만, 가입이 간편하고 수수료가 없는 유례 없는 형태의 스마트스토어를 출시하면서 큰 폭으로 성장했다. 낮은 진입 장벽 덕분에 신규 판매자는 폭발적으로 증가했고, 구매자는 늘어난 오픈 마켓에서 기존 계정으로 쇼핑을 하며 네이버 페이 포인트를 적립했다. 적립된 네이버 포인트는 다른 쇼핑 과정에서 활용되었고, 이러한 거래가 반복되면서 네이버는 자체 거래액 기준 국내 2위라는 거대한 쇼핑 플랫폼이 되었다.

그림 2-1. 네이버 '스마트스토어'



출처: NAVER

그림 2-2. 네이버 스마트스토어 신규 판매자 (단위: 만 명)



출처: NAVER, SMIC 3팀

동사는 라인의 마이스마트스토어로 일본 공략 시작

동사는 일본 SNS 압도적 점유율 1위, MAU 8600만 명인 라인(Line)을 통해 이를 실현할 것이다. '마이스마트스토어'가 이제 막 출시됐기 때문이다. 네이버 대비 MAU는 훨씬 높고, 일본의 이커머스 침투율은 더 낮아서 상방은 더 높다는 판단이다. 오픈 마켓 경쟁자인 라쿠텐과 아마존 재팬은 물건 판매를 위해 사업자 신청을 해야하는 등 입점 절차가

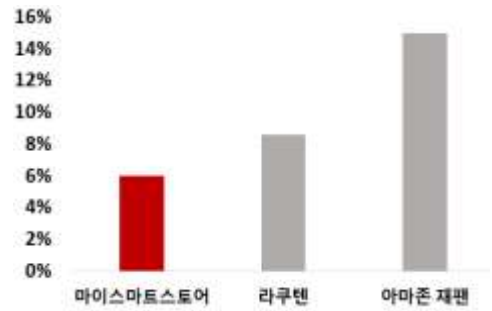
운영이 쉬워 판매자 친화적인 오픈 마켓

복잡하고 입점 수수료가 높다. 반면, 라인의 마이스마트스토어는 라인 계정만 있으면 즉시 스토어 오픈이 가능하고 입점 및 운영 비용이 무료다. 여기에다 판매 및 결제 수수료마저 라쿠텐과 아마존 재팬보다 훨씬 낮다. 대부분이 사용하는 라인 계정만 있으면 누구나 입점이 가능하기 때문에 자연스럽게 스토어 공급은 증가할 것이다. 또한 라쿠텐과 아마존 재팬에 이미 입점한 판매자도 진입이 용이한 판매 통로가 무료로 하나 더 생기면 이득이기 때문에 추가 공급도 발생할 것이다.

그림 2-3. 마이스마트스토어 VS 라쿠텐쇼핑 입점 비교



그림 2-4. 각 사 오픈마켓 수수료 비교



출처: 각 사, SMIC 3팀

출처: 각 사, SMIC 3팀

압도적 SNS 장악력
→ 구매자도 편리,
효용 높음

구매자 또한 여러 오픈 마켓에 가입할 필요없이 기존에 갖고 있던 라인 계정으로 쇼핑을 할 수 있어 편리함을 느낀다. 라인의 일본 내 점유율이 약 85%에 이르고, 이는 사실상 누구나 다이렉트 쇼핑이 가능하다는 뜻이다. 여기에 동사가 내재화한 라인 페이 및 PayPay로 계산 후 포인트까지 모을 수 있어 효과는 극대화된다. 라인 페이와 PayPay는 서로 포인트 교환이 가능하며, 제휴 업체도 상이해 사용 범위가 넓다. 소비자 입장에서 여러 간편 결제 시스템을 쓸 수 있고, 그럼에도 지속적으로 적립금이 쌓이며, 이를 더 다양한 곳에서 쓸 수 있는 오픈마켓을 선택하는 것은 당연하지 않겠는가? 압도적인 SNS 라인, 그리고 이를 연결하는 페이 시스템을 보유한 동사이기에 실현할 수 있는 일이다.

2.1.2. 여기에 야후!(Yahoo!)가 더해진다면

일본 포털 1위 야후!까지 마이스마트스토어에 도움을!

동사는 일본 포털 사이트 1위, MAU 8,400만 명인 '야후!(Yahoo!)'까지 보유했다. 이것이 마이스마트스토어에는 어떤 의미인가? 흔히 검색 엔진 1위를 꼽으라고 하면 주저 없이 'Google'을 선택할 것이다. 하지만 적어도 한국과 일본에서는 그 의미가 다르다. 구글은 이용자의 빠른 검색을 도와 사이트를 빨리 떠나게끔 한다면, 한국의 네이버와 일본의 야후!는 종합 서비스를 제공해 이용자가 최대한 오래 머무르게 한다. 이러한 '머무름'이 한국과 일본 국민들이 웹을 실행할 때 네이버 및 야후!를 가장 먼저 찾게 만들었다. 그렇다면 사람들이 자주 찾고 오래 머무는 야후!의 검색 장악력이 마이스마트스토어의 성장에 어떻게 도움이 될 수 있는 것인가?

검색 → 야후! 쇼핑,
마이스마트스토어
→ 간편 결제

앞서 언급된 네이버에서의 쇼핑 과정을 기억해보자. 우리는 검색창에 사고 싶은 물건을 검색하고, 연동된 이커머스 플랫폼으로 이동해 구매를 한다. 네이버 페이로 결제해 얻는 포인트는 덤이다. 이는 야후!에서도 같은 방식으로 이뤄질 것이다. 사고 싶은 물건이 있을 때 야후!의 검색창에 검색을 하고, 야후! 쇼핑 입점물 혹은 수많은 마이스마트스토어 중 마음에 드는 곳으로 이동을 할 것이다. 라인 페이 혹은 PayPay로 결제를 한 후, 포인

트를 얻어 후에 또 다른 물건을 라인과 야후 플랫폼 내에서 구매할 것이다.

**라인+야후!로 마이
스마트스토어는
일본에서 가장 큰
파급력 보유**

실제로, 네이버에서도 스마트스토어의 제품이 가장 먼저 노출되는 경우가 대다수이고, 네이버페이 결제가 가능하다는 점을 강조했다. **동사는 마이스마트스토어와 야후! 쇼핑 및 PayPay몰을 연동시킬 계획을 발표했다.** 이는 마이스마트스토어를 중심으로 하는 동사의 One Stop 쇼핑 플랫폼을 의미한다. 1위 SNS에 1위 포털 사이트가 더해지는 것, 이것은 상상이 아니라 현실이 된다. **라인과 야후의 MAU를 합하면 최소 1억 7,000만 명이며, 이는 일본에서 가장 큰 파급력을 보유한 오픈 마켓이 탄생했음을 암시한다**

2.2. 라인 커머스까지 가세!

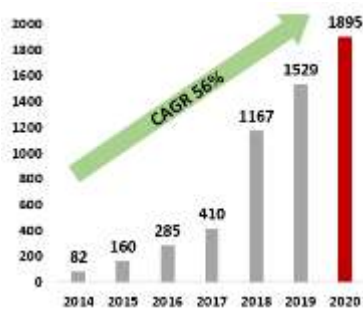
2.2.1. 라인 기프트, 저 선물 주세요

**쇼핑몰 연동으로 상
대적 비싼 실물
상품 선물 가능**

일본 기프트 시장의 온라인 침투율은 13%로 낮지만, 연평균 56% 성장하는 블루오션이다. 라인 커머스의 한 축인 '라인 기프트'는 일본 내에서 'GIFTEE'와 블루오션을 두고 경쟁 중이다. 하지만 이제 GIFTEE는 라인 기프트의 적수가 되지 못할 전망이다. 야후! 쇼핑과 PayPay몰이 취급하는 약 4억 개의 물품이 라인 기프트에 입점되기 때문이다.

핵심은 소액 기프트콘 대비 상대적으로 비싼 실물 상품을 선물할 수 있다는 점에 있다. GIFTEE는 소액 기프트콘 위주의 사업자이며, 이 BM은 라인 기프트도 이미 갖추고 있다. 하지만 **라인 기프트는 야후! 쇼핑과 PayPay몰의 모든 실물 상품까지 커버하게 되면서 상품 수는 물론, 평균 선물 단가까지 GIFTEE를 크게 상회할 것이다.** 사실, 비싼 실물 상품을 누가 SNS로 자주 선물하겠냐는 의문을 가질 수 있다. 하지만 일본의 기프트 시장은 전체에서 법인의 구매 비중이 70%로 상당히 높다. 이는 경품 관리 및 배송을 기프트 시스템으로 진행하는 문화에서 비롯된 것으로, 당연히 개인 대비 법인의 구매력은 높을 것이며 실물 상품의 선물 역시 필연적이다. 비슷한 BM을 가진 한국의 '네이버 선물샵'은 기프트콘 위주의 '카카오 선물하기'와 달리 상대적으로 비싼 실물 위주 선물에 집중하면서 카카오 대비 더 빠른 거래액 성장을 경험하고 있기도 하다.

그림 2-5. 일본 온라인 기프트 시장 규모 (단위: 억 엔)



출처: KOTRA, SMIC 3팀

그림 2-6. GIFTEE 선물 판매 상위 제품

순위	이미지	기업	소액 기프트 상품명
1위		스프레드(귀족음)	500엔 크림크 기프트
2위		포순(편의점)	100엔 커피 기프트
3위		스프레드(귀족음)	300엔 푸드 기프트
4위		Soup Stock Tokyo(회사)	1000엔 스프 기프트
5위		포순(편의점)	150엔 롤케이크 기프트

출처: KOTRA

**판매자와 구매자
모두에게 이득인
기프트 사업**

이러한 생태계 아래에서 **야후! 쇼핑과 PayPay몰의 판매자는 별다른 입점 과정 없이 라인 기프트에 상품을 올릴 수 있다.** 단순 물건 판매를 넘어 기프트 추가 판매 통로를 열어 매출을 늘리는 것이다. 또한, 구매자는 기프트콘은 물론, 선물 받을 사람의 주소를 몰

라도 모든 실물 상품을 SNS로 쉽게 선물할 수 있게 된다. 앞서 설명한 마이스마트스토어의 물품까지 라인 기프트에 입점 가능하다면 구매자가 느끼는 규모 확대는 상상 이상일 것이다. 그리고 선물 결제 과정에서 라인 페이 및 PayPay로 결제한다면? 동사에게는 추가 이익으로 돌아올 것이다. 결론적으로, 판매자와 구매자 모두 라인 기프트라는 거대한 온라인 기프트 플랫폼 안에서 원하는 선물을 거래할 수 있게 된다. 그리고 여기서 파생되는 이익을 바탕으로 동사의 기프트 사업은 경쟁사를 따돌리고 전방 시장의 파이를 흡수할 수 있다.

2.2.2. 라인 쇼핑 가즈아

라인 쇼핑은 경유 포인트몰, 라이브커머스 시작

‘라인 쇼핑’은 경유 포인트몰로서, 이곳을 경유해 타 이커머스 플랫폼에서 물건을 구매하면 타 이커머스 플랫폼의 포인트와 더불어 구매액의 2%에 해당하는 라인 포인트를 추가로 얻을 수 있다. 경유만 하면 포인트를 준다는 점에서 소비자에게 매력적인 공간이다. 또한 타 이커머스 플랫폼은 라인의 압도적인 SNS 지배력을 활용할 수 있다는 점에서 유입 가능성이 크다. 동사는 라인 쇼핑을 더욱 활성화하기 위해 **라이브커머스**를 시작했다. 사실 경쟁사인 라쿠텐이나 아마존 재팬에 비해 후발주자이지만 마이스마트스토어의 물량을 기반으로 빠르게 성장할 수 있고, 무엇보다 경쟁사 대비 모바일 접근성이 뛰어나기 때문에 쇼핑 활성화 빈도가 높을 것이다.

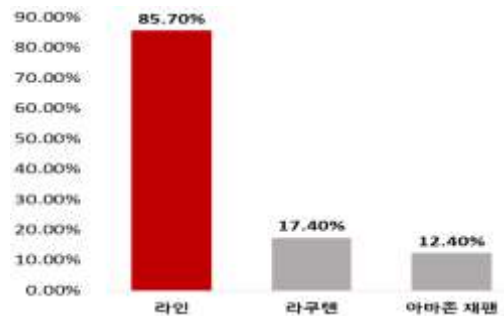
공동구매는 라인에 하기에 가장 유리함

그리고 서비스를 앞둔 **공동구매 시스템**은 이러한 모바일 접근성을 극대화하여 활용하기 위한 라인 쇼핑의 방점이다. 라쿠텐과 아마존 재팬도 아직 진출하지 않은 공동구매 시장에서 라인 쇼핑이 어떤 경쟁력을 갖출 수 있을까? 사실 라쿠텐과 아마존 재팬도 이커머스 시장 내 1, 2위로서 공동구매를 진행할 여력이 충분히 있다. 그런데 공동구매라는 시스템은 기한이 정해져 있는 경우가 대부분이고, 그 시간마저 제한적이어서 원하는 상품을 구매하기 위해서는 자주 확인해야 한다. DAU율을 비교했을 때, **라인이 85.7%로 20%에 못 미치는 라쿠텐, 아마존 재팬에 비해 유저의 접속이 반복적으로 이뤄졌다.** 그리고 그들과 달리 SNS라는 특성상 **일일 반복 방문 횟수도 당연히 높을 것이다.** 따라서 손쉽게 자주 들여다볼 수 있는 라인 플랫폼에서 공동구매가 가장 활성화될 수 있음은 필연적이다.

그림 2-7. 라인 쇼핑에 입점한 경쟁사 라쿠텐 쇼핑



그림 2-8. 라인, 라쿠텐, 아마존 재팬 DAU율



출처: 라인 쇼핑, SMIC 3팀

출처: APP APE, SMIC 3팀

저렴한 것을 좋아하는 일본 소비층 → 성공 가능성을 높임

끝으로, **저렴한 것을 좋아하는 일본 소비층의 특성은 동사의 공동구매 사업이 성공할 가능성이 높음**을 보여준다. 일본 소비층 분석을 위해 중국의 소비층과 비교했다. 중국은 온라인 공동 구매 시장 규모가 연평균 37.3% 빠르게 성장하고 있고, 플랫폼이 잘 발달되어

있다. 이들의 소비층 과반 이상은 온라인에서 1회에 약 1,800엔 이하를 소비한다. 반면, 일본은 소비자 과반 이상의 온라인 1회 소비액이 약 1,500엔 이하로, 중국보다도 훨씬 낮다. 온라인 공동구매가 성행하는 중국보다도 소비 지출이 적은 일본에서 공동구매의 성공은 가시적이다. 특히, 라인 내에서 이뤄진다는 점이 고무적이다. 라인은 SNS임에도 불구하고 10대보다 20대~50대의 이용이 가장 많다. 이 세대는 일본 인구의 약 49% 이상을 차지하는 사토리(さとり) 세대와 코스파(コスパ) 세대로, 절약을 중시한다는 공통점이 있다. 이들이 있어 라인 쇼핑의 공동 구매는 라인 커머스 생태계의 확대에 이어질 수 있다.



출처: 아이리서치, SMIC 3팀

출처: APP APE, SMIC 3팀

2.2.3. 커머스 매출 추정

(A) 본 보고서는 국가의 EC화율과 EC 전체 시장 규모, 그 속에서의 동사 점유율을 Sales Value 기준으로 산출하여 매출을 추정하였다.

(B) 우선, 동사가 커머스 사업 내에 보유한 대부분의 사업이 전방에서 최소 2위를 기록하고 있고, 그마저도 1위로 올라설 수 있음을 앞서 충분히 보였으므로 일본 내 EC 시장에서 압도적인 지위를 가질 동사의 매출을 매크로적 관점에서 연동시킬 수 있다고 판단하였다. 이때 일본의 최근 5개년간 전체 리테일 시장규모 CAGR로는 0.34%를 적용하였다.

(C) 더불어 앞서 일본이 독일과 영국 중 영국의 이커머스 발전 선례를 따라갈 것이며 일본의 현재 상황이 2016년 영국의 상황과 유사함을 설명하였다. 2020년 이후 일본 시장이 같은 속도로 성장한다고 가정하여 2020년의 EC화율에 CAGR 11.8%를 적용해 2025년까지의 일본 EC화율을 추정하였고, 이 과정에서 EC화율은 국가의 전체 B2C 시장규모 추정치와 국가별 EC 시장규모를 Sales Value 기준으로 조사해 사용하였다.

(D) 여기에 동사 커머스 사업의 핵심이 될 마이 스마트스토어가 올해 상반기 출시되었다. 네이버가 2018년 스마트스토어 출시 이후 EC 시장 점유율을 크게 끌어올렸음을 고려하면 동사의 마이스마트스토어 또한 동사의 점유율 확보에 큰 기여를 할 것으로 판단된다. 특히 일본 시장의 경우 리테일 시장규모와 소비 규모가 모두 크고, 결정적으로 EC 시장 규모가 급속도로 성장 중이므로 이는 충분히 합리적인 가정이다.

<p>그림 2-11. 일본 EC화율 추이</p>	<p>그림 2-12. 한국 EC화율 추이</p>
-----------------------------------	-----------------------------------

그림 2-15. 전체 이커머스 판매액 중 모바일 결제 비중



출처: Statista, SMIC 3팀

그림 2-16. 캐시리스 결제 내역 비중 추이

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
신용카드	16.5%	18.0%	19.2%	21.9%	24.0%	25.8%
체크카드	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
전자화폐	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%	2.1%
QR코드				0.1%	0.3%	1.1%

출처: 일본 경제 산업성, SMIC 3팀

2.3.2. 간편 결제와 함께 크는 이커머스

이커머스 시장 흡수
위해서는 간편 결제
도 잘해야

결국 폭발적인 성장을 앞둔 일본 이커머스 시장을 모두 흡수하기 위해서는 간편결제를 통한 비현금결제 가속화를 이끌어야 하며, 동사는 가장 잘 할 수 있는 QR 결제로 이커머스 생태계를 구축해야 한다. 여기에서 핵심은 소비자가 물건을 손쉽게 구매하고, 이 과정에서 포인트를 적립해 다시 재사용하는 락인 효과에 있다. 물론 여기에는 압도적인 소비자 접근성을 갖춰야 한다는 전제가 선행돼야 한다. 하지만 **라인과 야후!는 SNS와 포털 1위 플랫폼이기 때문에 일본 내에서는 그 영향력을 의심할 여지가 없다.**

라인 페이 및
PayPay의 효용

앞서 동사가 운영하는 이커머스 플랫폼에서는 라인 페이 및 PayPay의 결제 시스템으로 결제를 하고, 포인트를 얻는 과정이 존재했다. 동사의 간편 결제 시스템을 통해 얻을 수 있는 효용은 다음과 같다.

1. 업계 최저 수준의 결제 수수료를 적용 받는다.
2. 경쟁사 대비 높은 적립률을 보장받는다.
3. 서로 다른 페이를 넘나들며 더 많은 가맹점을 공유할 수 있다.

그림 2-16. 라쿠텐 페이와 비교한 라인페이+PayPay

	라인 페이 + PayPay	라쿠텐페이
적립률	1.50%	2%
가맹점 수	328만	309만
이용자 수	4000만	3880만
수수료	1.98%	1.60%

출처: 각 사, SMIC 3팀

예를 들어, 마이스마트스토어에서 쇼핑을 했다고 가정해보자. 어떠한 결제 수단을 선택하든 가격이 동일하다고 할 때 무엇을 고르겠는가? **당연히 가장 많은 포인트를 적립해주는 결제 수단을 선택할 것이며, 이는 라인 페이 또는 PayPay가 될 것이다.** 라인 페이로 받은 포인트는 다시 PayPay의 포인트로 교환이 가능하고, 라인 페이를 사용할 수 없는 PayPay 제휴 업체에서도 이를 사용할 수 있게 된다. 물론 이곳에서 받은 포인트는 다시 라인 포인트로 교환하여 사용할 수 있게 된다.

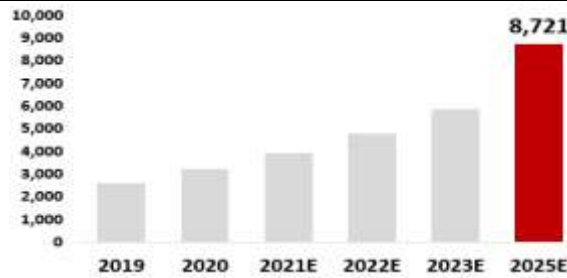
페이의 발전은 곧
이커머스 플랫폼의
발전엔 직결

이처럼 동사의 간편 결제 시스템은 소비자를 끌어들이 유인이 충분히 존재하고, 자연스럽게 시스템은 확대된다. 시스템 내에 유입된 소비자들은 압도적인 장악력을 지닌 동사의 이커머스 플랫폼으로 이동하여 활동하며 거래의 규모를 키워나갈 것이며, 이는 다시 간편 결제 시스템의 거래 규모 확대로 이어질 것이다. 이처럼 동사의 이커머스 플랫폼과 간편 결제 시스템은 함께 시너지를 내며 발전하고, 간편 결제 시스템 없이는 이커머스

생태계의 지위가 공고히 유지되지 못할 것이다.

그림 2-17. 동사 커머스 GMV 추정치

(단위: 십억 엔)



출처: SMIC 3팀

2.4. 비로소 실현되는 Well-Made 핀테크 생태계

핀테크 사업에 날개가 달린다

기존 사업들이 이커머스, 검색엔진, 메신저 그리고 간편결제까지 어우러진 최종 플랫폼으로 진화함에 따라 동사의 핀테크 사업 또한 무한한 확장성과 지속성을 지니게 되었다. 사용자 유입의 창구가 다변화되고 기존 유저들 또한 플랫폼 내에서 계속 머물게 되면서 MAU를 증가시키기 위한 각종 마케팅 비용의 지출이 급감하게 된다. 실제로 동사는 10월부터 PayPay에 수수료 및 멤버십 구독 모델을 도입할 것이라 예고하였는데, 해당 소식을 발표한 7월부터 9월까지의 가맹점 수 감소는 0.2% 수준에 지나지 않았다.

핀테크가 창출할 수익성에 주목

앞으로는 동사의 핀테크 사업이 창출할 이익 레벨에 더욱 주목할 필요가 있다. 별도의 마케팅 비용 없이도 LINE 메신저와 라인페이를 통해 확보한 유저를 기존 PayPay의 은행 및 신용카드로 연결하거나 이들에게 보험 및 증권 상품을 중개하여 판매할 수 있다. 핀테크 사업의 아픈 손가락이었던 라인페이의 적자 해소가 가시적인 상황이다. 점차 한시적 수수료를 수취하는 사업모델에서 항구적인 수수료 창출하는 모델로 변모할 것이다.

2.4.1. 일본 PayPay + LINE Pay 매출추정

그림 2-18. PayPay + LINE Pay 매출추정

(단위: 십억 엔)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
전체 리테일 시장 거래액	142,356	142,840	143,326	143,813	144,302
QR 코드를 통한 거래액 비중	1.1%	2.2%	3.7%	5.6%	7.8%
QR 內 PayPay + LINE Pay 점유율	50%	50%	50%	50%	50%
QR 총 거래액	783	1,579	2,678	4,030	5,662
월 매출 50 만엔 이하 거래액	177	357	606	912	1,282
수수료 수익(수수료율 1.98%)	4	7	12	18	25
월 매출 50 만엔 이상 거래액	606	1,222	2,072	3,118	4,380
수수료 수익(수수료율 1.60%)	10	20	33	50	70
QR 수수료 수익	13	27	45	68	95
QR 외 수수료 수익	6	13	22	33	46
Pay 총 수수료 수익	20	39	67	101	141

출처: SMIC 3팀

Ex) 월 매출 55만 엔일 때의 수수료

1) 멤버십 구독 시
55만엔 X 1.6% +
구독료 = 10780엔,
2) 멤버십 아닐 시
55만엔 X 1.98%
= 10890엔

구독이 유리하다

㉠ 전체 리테일 시장 거래액은 CAGR 0.34%로 완만하게 증가한다고 가정한다.

㉡ Smbc-card에 따르면 전체 리테일 거래액에서 QR코드가 차지하는 비중은 0.05% → 0.31% → 1.1%로 연평균 460% 넘게 증가하고 있다. 이러한 경향을 반영하여 초기에는 빠르게 성장하다가 보급이 진행됨에 따라 성장률이 소폭 둔화한다고 가정하였다.

㉢ PayPay의 QR코드 결제 점유율은 최근 1년간 48.7%에서 55%로 증가 추세에 있다. 라인페이와 점유율(5% 이상)까지 고려하면 최소 50%의 점유율을 유지할 것으로 판단된다.

㉣ 10월부터 동사는 결제액의 1.98%를 수수료로 지불하거나 혹은 1.6%를 지불하는 대신 월 1980엔의 멤버십을 가입하도록 하는 두가지 수익 모델을 론칭했다. 계산상 멤버십은 월 매출 50만엔을 넘어야 이득을 볼 수 있다. 이에 월 매출액 50만엔을 경계로 서로 다른 수수료율을 적용하였다. 2020년 자영업자 연매출액 통계를 활용해 구간별 가중평균 결제액을 산정하였다. 멤버십 수수료는 정확한 구독자 수를 산정할 수 없어 제외하였다.

㉤ 전체 리테일 거래액 중 PayPay 등 동사의 Cash-less 창구가 차지하는 비중은 약 1%로, QR코드가 0.605%, 그 외가 0.395%의 비중을 차지한다. QR 수수료를 추정된 뒤 역산하여 총 매출액(수수료 수익)을 산정하였다.

2.4.2. 일본 PayPay Card & Bank 매출추정 및 논리

그림 2-19. PayPay Card & Bank 매출추정 논리

PayPay Card (단위: 십억 엔)	2020 2Q	2020 3Q	2020 4Q	2021 1Q	2021 2Q
Transaction Volume	583	657	631	687	676
Yahoo Card Membership fee	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%
Interest Revenue	19	21	20	22	22
사업보고서상 Revenue	11	11	11	11	12
PayPay Bank	2020 2Q	2020 3Q	2020 4Q	2021 1Q	2021 2Q
Loan Balance	111	126	247	264	288
Bank Lending Rate	1.475%	1.475%	1.475%	1.475%	1.475%
Interest Revenue	2	2	4	4	4
사업보고서상 Revenue	8	8	8	8	9
추정 Card + Bank Interest Revenue	21	23	24	26	26
사업보고서상 Card+ Bank Revenue	18	19	19	19	20

출처: SMIC 3팀

카드사와 은행사는 각각 가맹점 수수료와 대출이 주요 수익원이다. PayPay Card의 대표 모델인 Yahoo Card는 기본 수수료율을 3.24%로 책정하고 있으며, 일본의 은행 대출 수수료율은 현재 1.475%이다. 동사 IR 자료의 Transaction Volume 및 Loan Balance를 통해 Interest Revenue를 추정하였다. 이를 사업보고서 상의 Revenue 항목과 대조하였고, 어느정도 경향성을 보이며 오차 수준은 20% 내외인 것으로 도출되었다.

그림 2-20. PayPay Card & Bank 매출추정

(단위: 십억 엔)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Transaction Volume (YoY +15.8%)	2,724	3,155	3,653	4,230	4,899
Yahoo Card Membership fee	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%
Interest Revenue	88	102	118	137	159
Loan Balance (YoY +20.8%)	1,105	1,335	1,612	1,948	2,353
Bank Lending Rate	1.475%	1.475%	1.475%	1.475%	1.475%
Interest Revenue	16	20	24	29	35
추정 Card + Bank Interest Revenue	105	122	142	166	193
Revenue(추정값에서 20% Discount)	84	98	114	133	155

출처: SMIC 3팀

Transaction Volume과 **Loan Balance**의 YoY 성장률을 flat 적용해 21년 이후의 Revenue를 추정하였다. 앞으로의 유저 유입이 각 채널을 통해 전방위적으로 발생하는 점을 고려하면 무리한 추정은 아니라고 판단된다. Loan Balance는 COVID-19 시기에 대출 규모가 급격히 성장하였음을 고려하여 **예금 잔액의 YoY 성장률인 20.8%**를 적용하였다.

2.5. 커머스 와 핀테크에서 뻗어가는 플랫폼의 비전

동사는 보유한 SNS 및 포털 페이지의 체력, 그리고 커머스 와 핀테크 신사업을 통해 플랫폼의 크기를 확장해갈 것임을 설명했다. 그렇다면 **커머스 와 핀테크를 넘어 모든 사업 영역 간에 유기적 결합이 형성될 때, 동사는 어떤 거대 플랫폼이 되어 있을까?**

그림 2-21. 동사와 라쿠텐, 아마존 재팬 사업 영역 비교

	Z Holdings	라쿠텐	아마존 재팬
포털사이트	○	×	×
SNS	○	×	×
EC	○	○	○
간편결제	○	○	○
Reuse	○	○	○
Gift	○	×	×
Travel	○	○	×
배달	○	○	○
택시	○	×	×
영상	○	○	○
음악	○	○	○
영화	○	○	×
IP 캐릭터	○	×	×
카드	○	○	×
은행	○	○	○
보험	○	○	○
대출	○	×	○
신용	○	×	×
자산관리	○	×	×
암호화폐	○	○	×
온라인진료	○	×	×

출처: 각 사, SMIC 3팀

기본적인 전제는 **라인**이라는 SNS와 **야후!**라는 포털 사이트의 지배력을 바탕으로 생활 곳곳에 플랫폼의 영향력을 뿌리내리는 것이다. 이때, **공통적인 결제 수단**은 **라인 페이와 PayPay가 될 것이다**. 동사는 이커머스 경쟁사인 라쿠텐이나 아마존 재팬과 달리 생활 전반의 더 많은 분야에, 더 깊숙이 침투할 수 있는 기초 체력이 있다.

사례 1) 배달음식을 좋아하는 규형이는 **데마에칸**에서 족발을 주문했다. **라인 망가**에서

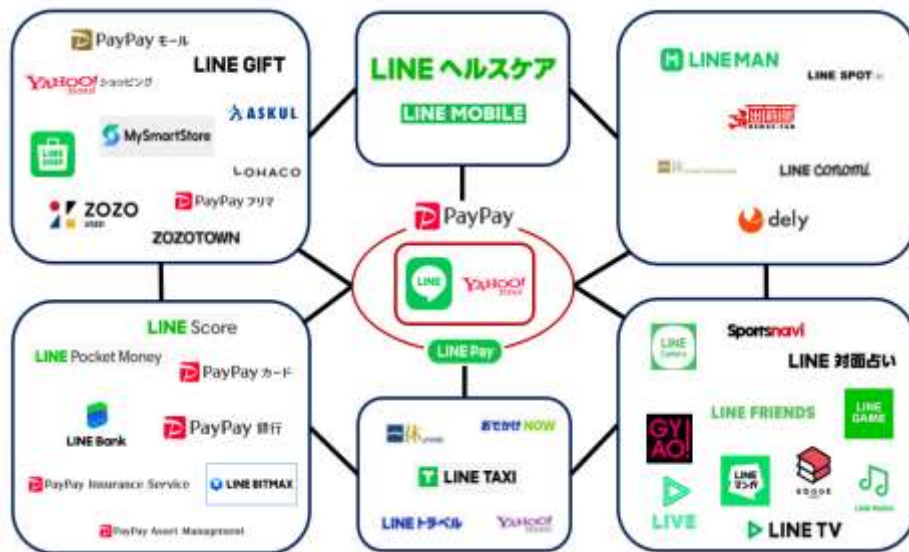
라인 프렌즈 웹툰을 보던 그는 갑자기 복통을 느끼고는 라인 헬스케어에서 건강 상담을 받았다. 건강한 삶을 다짐한 그는 PayPay 보험에서 생명보험에 가입했고, 마이스마트스토어에서 라인 페이로 웰빙 샐러드를 주문했다.

사례 2) 필호는 야후! 트래블에서 대만 여행 상품을 결제하면서 PayPay 포인트를 받았다. 그는 환전을 하기 위해 PayPay 은행에 잠시 들렀고, 대기하는 동안 ZOZOTOWN의 앱에서 포인트로 구매할 선글라스를 골랐다. 그의 상상 속에서는 이미 라인 택시가 달리는 타이베이의 거리가 생생하다.

사례 3) 여자친구의 생일을 앞둔 용준이는 라인 코노미에서 레스토랑을 예약했고, 라인 기프트에서 TV 선물을 주문했다. 하지만 돈이 부족했던 그는 라인 비트맥스에서 코인에 투자했다가 많은 돈을 잃었고, 반성을 하며 PayPay 자산관리에 모든 자산을 맡겼다.

위와 같은 사례에서 주목할 점은 라인이라는 SNS와 야후!라는 포털 사이트에서 파생된 각각의 사업 플랫폼들이 생활 곳곳에 퍼져있고, 동시에 유기적으로 연결된다는 것이다. 그리고 이 중심에서 라인 페이와 PayPay가 각 플랫폼들을 통합하는 역할을 한다. 작은 사업 플랫폼들이 한 데 모여 거대한 공통 플랫폼을 구성하고, 이것이 바로 동사의 미래가 되는 것이다.

그림 2-22. 거대 공통 플랫폼이 될 동사



출처: SMIC 3팀

3. 본업까지 잘 하는 우량아기

3.1. 튼튼한 기초체력, 광고

플랫폼의 기초이자
기본: 광고 수익

플랫폼의 기본 수익 구조는 결국 광고다. 이 분야에서 내는 수익이 플랫폼의 기초 체력을 결정하며, 당연히 동사 역시 광고 시장 확보에 적극적이다. 현재 미디어 사업에서 가장 큰 비중을 차지하는 야후 재팬은 검색 광고 Search Advertising과 배너 광고 Display Advertising 서비스를 제공하고, 이는 다시 전통적인 방식의 Reservation Advertising과 알고리즘을 이용해 효율을 높인 Programmatic Advertising으로 구분된다.

야후재팬,
잠깐 주춤했지만...

다만 최근 동사의 광고 사업부는 일시적으로 지지부진한 모습을 보여왔는데, 이는 아래 그림에서처럼 야후 재팬의 검색 광고 수입이 감소했기 때문이다. 코로나19로 인한 광고 주들의 투자 감소와 맞물려 타격을 완전히 피하지는 못했지만 **다행히 동사는 프로그래매틱 광고 분야가 크게 성장하며 전체 수입의 하락을 막을 수 있었고**, 이에 더해 앞으로는 라인과의 시너지 효과가 가시화되면 본격적인 회복이 이루어질 전망이다.

상술하였듯 광고 수입은 플랫폼의 기초 체력이자 든든한 버팀목으로, 동사가 장기적으로 성장하려면 광고 분야의 꾸준한 성장이 필수적이다. 그러니 동사가 광고 분야에서 어떤 역량을 갖추었으며, 앞으로의 시장에서 얼마나 안정적인 입지를 차지할지 살펴보자.

그림 3-1. 광고 종류별 성장 현황



출처: 동사 IR자료

3.1.1. 모바일 최강자 라인, 물 만난 물고기 되다!

SNS 광고 성장 속,
라인은 독보적 1위!

일본의 독보적인 1위 SNS 라인이 마침 찾아온 SNS 광고 시장 성장의 수혜를 톡톡히 보고 있다. 일본 매체별 이용시간 순위를 보면 전체에서 PC가 차지하는 비중은 꾸준히 하락하는 반면, 휴대폰이 차지하는 비중은 빠르게 증가하고 있다. 이와 동시에 일본의 디지털 광고비 집행 자료에서 확인할 수 있듯, SNS 광고는 현재 동영상, 배너, 검색 등 다양한 방식들 사이에서 가장 급격한 성장을 보이는 중이다.

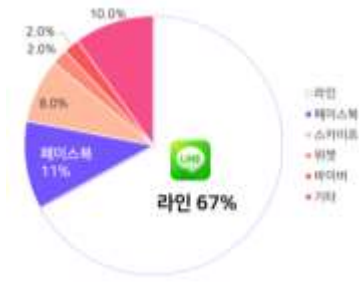
이용시간이 급격히 늘어난 휴대폰에 더 많은 광고 노출 수요가 몰리고 그 중에서도 SNS 광고의 양과 집행 비용이 빠른 속도로 증가하는 지금의 전방 상황에서, 일본의 압도적인 1위 SNS 라인을 보유한 동사는 그 누구보다 유리한 위치에 있다.

프로그래매틱
광고도 우리가 한다!

실제로 하단 그림에서처럼 라인은 일본 주요 메신저 플랫폼 중에서 67%라는 높은 점유율로 당당히 선두를 차지하고 있으며, 전체 인구의 64%인 최소 8,100만 명이 매일 꾸준히 사용하는 대표 플랫폼이다. 여기에 동사는 SNS뿐만 아니라 자체 프로그래매틱 광고 플랫폼 LAP으로의 전환을 발 빠르게 완료하여 이미 디지털 광고의 주류가 되고 있는 프로그래밍 광고 분야에서까지 충분한 역량을 갖추었다. 즉, 동사는 현재 디지털 광고 시장의 두 주인공 모두에서 우위를 점하고 있는 셈이다.

그림 3-2. 일본 주요 메신저 플랫폼 점유율

그림 3-3. 국민 매체로서의 라인 메신저



출처: 나스미디어

출처: 나스미디어

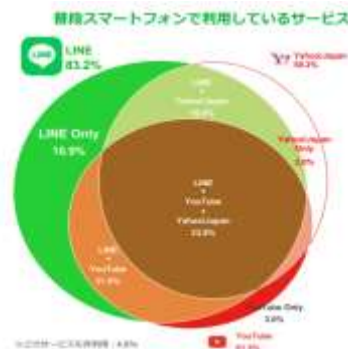
3.1.2. 라인과 야후, 시너지가 대체 어디까지?

여기에 기대했던 라인과 야후의 시너지 효과까지 본격적으로 발휘되기 시작했다. 최근 동사는 **야후에 게시된 광고가 라인 뉴스 섹션에 함께 노출될 수 있도록** 하는 서비스를 시작했는데, 이 간단한 정책이 광고 플랫폼으로서 동사의 매력을 급증시키고 있다. 이는 **광고의 핵심이자 본질인 높은 노출도** 때문이다.

중복 노출 효과로
매력 UP

하단의 동사 IR자료에 따르면 라인과 야후를 동시에 사용하는 공유 이용자수는 전체의 약 44%를 차지한다. 이는 다시 말해, **야후에 광고를 게시하기만 해도 중복되지 않는 나머지 56%의 라인 이용자에게까지 콘텐츠를 노출시킬 수 있음**을 의미한다. 보다 많은 고객에게 보다 자주 노출되는 것이 중요한 광고의 세계에서, 이러한 **중복 노출 효과**를 무기로 삼은 라인과 야후는 다른 어느 플랫폼보다도 매력적인 선택지가 되었다.

그림 3-4. 라인-야후 이용자 중복 효과



출처: 동사 IR자료

여기에 동사가 제공하는 프로그래매틱 광고 서비스의 경우, 고객들로부터 정해진 금액을 받는 정액제가 아니라 활성화 정도에 따라 대가를 받는 과금 구조를 택하고 있다. **광고의 노출도가 증가할수록 자연스럽게 동사에게 돌아오는 수입까지 많아지는 것이다.**

이처럼 동사는 라인이 보유한 광고 플랫폼으로서의 역량과 라인-야후의 관계에서 파생되는 **크로스 노출 효과**를 무기로 광고 분야에서 빠른 회복과 성장이 예정되어 있는 상황이다. 실제로 합병 당시 가장 큰 시너지 효과가 기대되었던 것도 동사의 미디어 사업부 인만큼, 동사는 빠른 시일 내에 광고 시장의 최강자가 되어 단단해진 기초 체력을 바탕으로 또 다른 도약을 시작할 것이다.

3.1.3. 미디어 매출 추정

(A) 본 보고서는 동사의 광고 매출 추정에 플랫폼 MAU 수치를 활용하였다. 동사의

MAU 추이와 라인 및 야후의 광고 매출을 연동시킨 결과, 그 비율이 일정하게 유지되는 것을 확인할 수 있었다. 따라서 동사의 플랫폼 MAU와 광고 매출간에는 밀접한 상관관계가 있다고 판단하여 MAU 추정을 통해 매출을 산출하였다.

(B) 한편 MAU 추정에 있어서는 동사의 합병 사례와 유사한 상황에 있던 국내 카카오, 다음의 합병 사례를 참고하여 반영하였다. 카카오와 다음의 합병 시점은 2014년 10월이기 때문에 2015년에서 2019년까지 양사의 MAU 추이를 확인하였으며, 이를 바탕으로 하여 동사의 합병 이후 MAU를 2025년까지 추정하였다.

(C) 한편 추정에 사용된 2021년 매출은 합리적인 추정이 불과하므로 직전 반기의 값을 flat 적용하였으며, 그 이후의 값은 MAU 추이를 반영하여 산출하였다. 단, 상승하였듯이 라인과 야후의 경우 공통 이용자 비율인 44%의 유저가 공유될 것으로 판단하였기 때문에, 이들을 제외하고 나머지를 각 플랫폼에 신규 유입될 수 있는 인원으로 잡았다.

이렇게 도출된 동사의 미디어 부문의 매출 추정치는 다음과 같다.

그림 3-5. 미디어 매출 추정

(단위: 십억 엔)	2020	1Q21	2Q21	2021E	2022E	2023E	2025E
라인	151	43	46				
야후	341	106	109				
Z	492	148	155	607	716	752	886

출처: SMIC3팀

4. 해외까지 정복할 보스 베이비

글로벌 사업: 모바일 커머스, 핀테크, 웹툰

일본 이커머스 시장의 패권은 동사가 거머쥔 것이 자명하다. 그렇다면 이제 일본 밖으로 발을 내딛어보자. 동사는 대만, 태국, 인도네시아의 세 지역을 글로벌 진출의 교두보로 삼고 각 지역의 특색과 전략에 맞게 모바일 커머스, 핀테크, 웹툰 등의 사업을 전개하고 있다. 본 절에서는 각 사업부가 해당 지역에서 엄청난 잠재력을 보유하고 있으며, 중장기적으로 동사의 수익성에도 크게 기여할 수 있음을 보여주고자 한다.

4.1. 모바일 커머스: LINE으로 선물하기

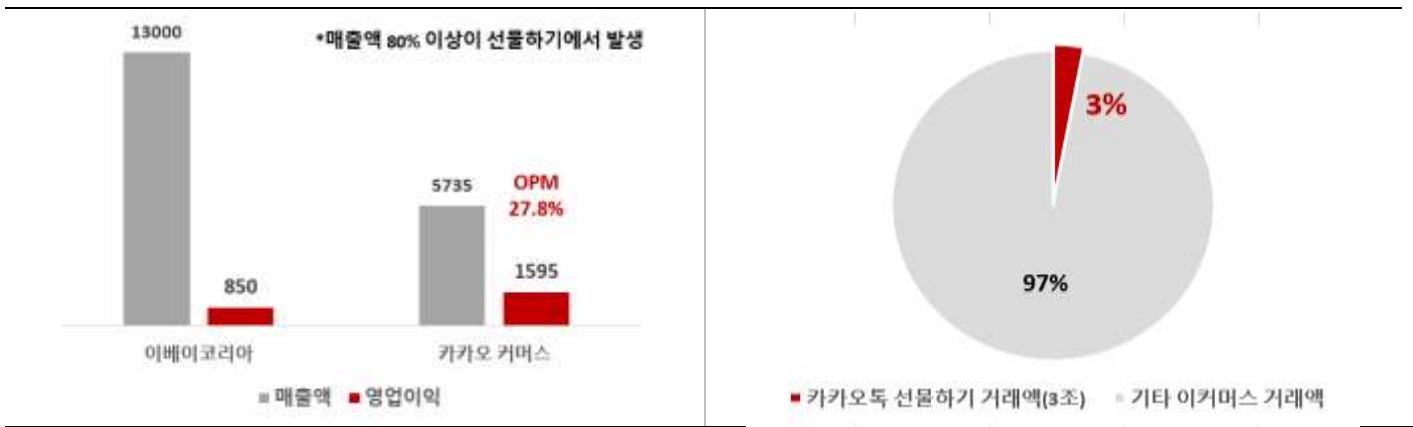
LINE은 압도적인 1위 메신저 어플

LINE의 MAU는 일본 다음으로 대만, 태국, 인도네시아의 3개 국이 가장 큰 비중을 차지한다. 특히 대만과 태국에서는 매년 점유율이 증가하여 WhatsApp, Facebook Messenger 등을 제치고 1위 메신저 어플로 자리잡은 상태이다.

이익률 ↑ 비용 ↓ 선물하기 외양해?

이는 LINE을 활용한 모바일 커머스의 진출을 가능하게 해주는 가장 중요한 기반이 된다. 특히 선물하기는 모바일 커머스 내의 알짜배기 BM으로 평가받는다. 일반적인 모바일 커머스 사업보다 이익률이 훨씬 높기 때문이다. 선물하기는 자체 fulfillment 시설 등 인프라 투자가 크게 요구되지 않아 비용이 적게 들며, 타인을 위해 구매한다는 특성상 사용자들이 상품 구매 시 할인을 크게 의식하지 않아 가격도 높게 형성되어 있다.

그림 4-1. 이베이코리아 VS 카카오 커머스(단위: 억원) 그림 4-2. 전체 이커머스 거래액 대비 선물하기 비율



출처: SMIC 3팀

출처: SMIC 3팀

4.1.1. 대만과 태국: 선물하기에 최적의 장소

메신저 점유율이
알파이자 오메가

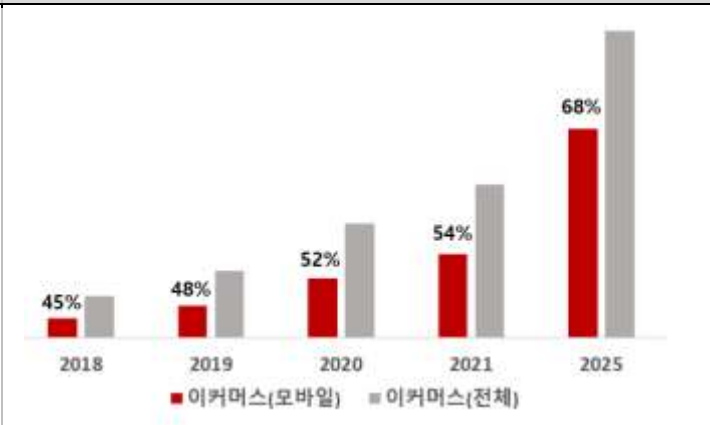
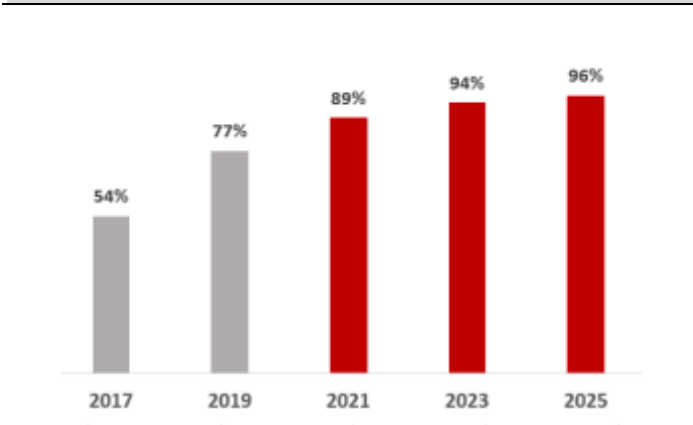
선물하기의 성공 여부는 메신저 플랫폼의 시장지배력에 달려있다. 선물을 주고받는 지인들과 친구들이 어느 메신저를 사용하는지가 중요할 수밖에 없기 때문이다. 선물하기에 적합한 결제 인프라도 중요하다. 모바일 결제 비중이나 스마트폰 침투율이 높다면 선물하기라는 사업 모델이 더 안정적으로 정착하고 매출을 발생시킬 수 있다.

모바일 인프라도
잘 깔려있는 지역

이를 감안하면 대만과 태국은 동사가 선물하기 사업을 영위하기에 최적의 지역이다. 대만은 인터넷 보급률이 92.6%, 스마트폰 침투율은 80%를 상회하는 선진 인프라를 보유하고 있다. 인터넷 접속률 또한 90%로 아시아 3번째로 높다. 태국 역시 스마트폰 침투율이 77%로 동남아시아 시장에서 최상위권이다.

그림 4-3. 대만 스마트폰 침투율 추이

그림 4-4. 태국 전자상거래 시장 추이



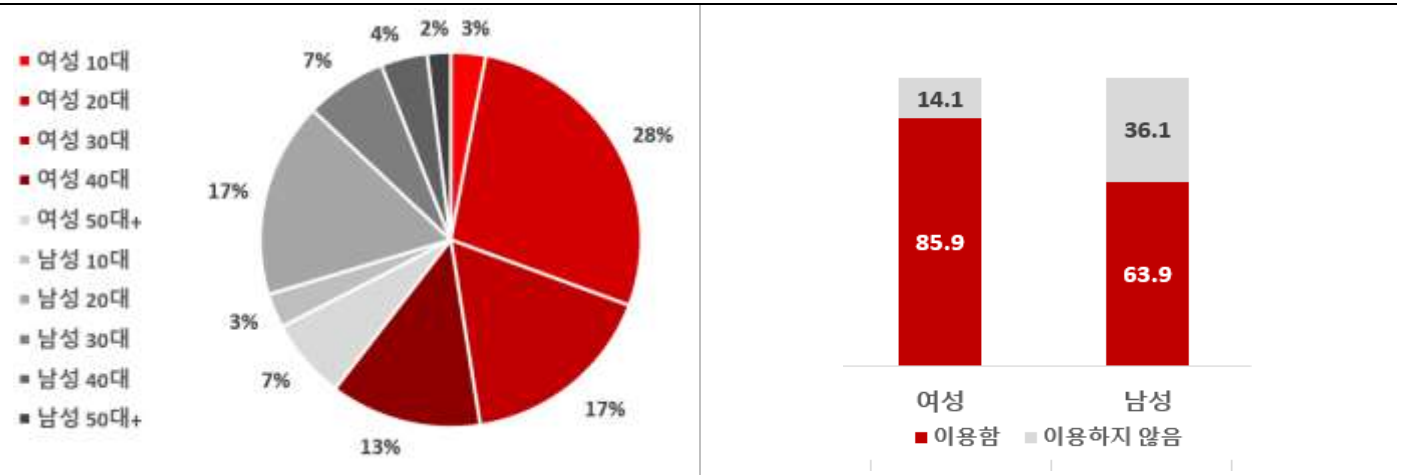
출처: Statista, SMIC 3팀

출처: TechM, SMIC 3팀

소비 주체 측면에서도 두 지역은 선물하기 사업에 최적의 구성을 하고 있다. 선물하기는 주로 여성과 20~40대가 많이 이용한다. 대만은 여성 인구가 남성보다 많으며 평균 구매력 또한 높고, 태국은 중위 연령이 29세일만큼 20~40대 인구가 대부분을 차지한다.

그림 4-5. LINE 선물하기 소비 주체

그림 4-6. 카카오톡 선물하기 이용률



출처: Z Holdings, SMIC 3팀

출처: TechM, SMIC 3팀

4.1.2. 효과적이면서 수익까지 기여한다

잠재력 ↑
경쟁강도도 ↑

현재 대만과 태국 등 동남아시아 지역은 이커머스 기업들의 각축장이라고 해도 과언이 아니다. 매분기 방문자 순위가 변화할 만큼 경쟁강도가 강하다. 그러나 동남아시아의 이커머스 시장은 YoY 30% 이상 성장할 것으로 예상될 만큼 잠재력이 높기에 결코 포기할 수 없는 지역이기도 하다.

라인으로 다 모여!

선물하기는 이러한 두 지역에서 경쟁없이 성공할 수 있는 영리한 BM이다. 온라인 쇼핑몰 플랫폼은 여러 개 이용할지라도, 메신저는 결국 LINE으로 귀결될 수밖에 없다. 향후 현지 업체들과 전략적으로 제휴를 맺거나 일본에서의 노하우를 바탕으로 직접 시장에 뛰어 들 가능성도 충분하다.

엄청난 이익 포텐셜 + 본격적 성장

선물하기를 통한 대규모의 영업이익 개선효과를 기대한다. 카카오톡 선물하기는 론칭 7년만인 2017년 거래액 1조원을 돌파한 뒤 YoY 50% 고성장 국면에 들어섰다. 2022년에 7년째를 맞이하는 LINE 선물하기는 전년 대비 YoY 184% 고성장했다. 쇼핑 상점에는 이미 20만개 이상의 셀러가 등록되어 있으며, 최근 개설된 LINE 공식 계정의 절반 이상이 기업 입점에서 비롯된 것이라는 사실을 상기할 필요가 있다.

그림 4-7. 대만, 태국의 LINE 선물하기 잠재 매출액 추정

(단위:십억 엔)	선물하기 거래액 침투율 3% 가정		OPM 20% 가정
2020년 기준	이커머스 총 거래액	매출액	영업이익
태국	815	24	5
대만	834	25	5
합계	1,649	49	10
연도	2021E	2022E	2025E
매출액 (YoY +50%)	74	111	376
영업이익	15	22	75

출처: SMIC 3팀

4.2. 핀테크: LINE BANK

4.2.1. 모바일 은행의 블루오션, 동남아를 BANG!

LINE BANK, 동남아시아 상륙

동사는 20년 10월 태국을 시작으로 21년 4월과 6월에 각각 대만과 인도네시아에서 모바일은행인 LINE BANK를 출시했다. 특히 인도네시아에서는 현지에 70개 이상의 지점을 보유하고 있는 하나금융그룹과 합작하여 일반저축부터 정기예금, 체크카드, 공과금 납부와 개인 대출 서비스까지 제공하는 등 적극적으로 사업을 영위하고 있다.

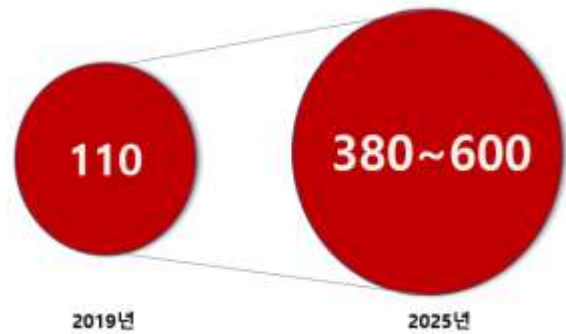
핀테크 산업의 블루오션, 동남아

동남아시아는 금융 환경이 낙후되어 있지만 모바일 인프라가 잘 구축되어 있어 핀테크 산업이 정착하기에 좋은 지역이다. 디지털 금융의 거의 모든 분야에서 YoY 30% 수준의 성장이 기대된다. 기본 금리 수준이 높는데 소비자 대출 규모도 고성장하는 추세여서 수익성까지 담보되며, 디지털 금융을 육성하려는 정부 정책 또한 중장기적으로 우호적이다.

그림 4-8. 디지털 금융 분야별 성장 (단위: 십억 달러)



그림 4-9. 동남아시아 디지털금융 서비스 수익 (단위: 억 달러)



출처: 하나금융투자, SMIC 3팀

출처: 하나금융경영연구소, SMIC 3팀

4.2.2. 같지만, 다른 은행: LINE Bank

MZ와 LINE 특화 모바일 뱅킹

단순한 모바일 뱅킹과는 다른 점이라면 역시 LINE과의 유기적인 결합에 있다. 라인 메시지를 통해 증권, 보험 등에 사용자를 쉽게 연결할 수 있으며, 라인페이 플랫폼을 활용해 무제한 무료 송금 등의 서비스를 제공할 수 있다. 라인 프렌즈 자체 IP를 활용한 체크카드 발급 등은 모바일 뱅킹의 주요 소비층인 MZ세대의 유입을 촉진시킬 수 있다. 실제로 가장 먼저 도입된 태국에서는 약 1년 만에 예금계좌 400만 개, 총 거래액 820억바트(2조 8800억원), 총 대출액 210억 바트(7390억원)를 달성, 선풍적인 인기를 끌은 바 있다. 태국 내 높은 LINE 점유율을 활용, 젊은 층에게 효과적으로 어필한 결과라고 판단된다.

4.2.3 태국, 대만 이자수익 추정

4.2.3.1. 카카오뱅크 점유율 추정

라인뱅크는 1) 다루는 상품군이 유사하고 2) 메신저 및 페이와 함께 유기적으로 작동하며 3) (특히 대만과 태국에서) 플랫폼의 시장점유율이 높다는 점에서 카카오뱅크와 유사하다. 이에 라인뱅크의 시장점유율은 카카오뱅크의 궤적을 따를 것으로 가정하였다.

카카오뱅크의 시장점유율은 '국내 가계신용'을 기준으로 산출하였다. '가계신용'은 대부분의 민간 대출을 포함하는 개념이다. 이자율은 민간 대출이 대부분 은행을 통한다는 점을 고려해 **Bank Lending Rate**를 이용하였다. 이렇게 산출한 점유율에 21년 1Q의 한국 가계신용을 곱하면 23조 4497억원이 도출된다. 2021년 3월 말 기준 카카오뱅크의 가계대출금이 21조 6053억원임을 고려하면 합리적인 추정 방법이라고 판단된다.

그림 4-10. 카카오뱅크 점유율 추정

(단위: 십억 엔)	2017	2018	2019	2020	2021 1Q	2021 2Q
한국 가계신용(12M Average)	140,711	149,061	155,258	167,608	171,166	175,172
은행 대출 금리(12M Average)	3.48%	3.71%	3.40%	2.80%	2.74%	2.74%
전체 가계신용 기준 이자수익	4,897	5,530	5,279	4,693	4,696	4,806
카카오뱅크 이자수익	1	29	48	58	16	17
가계신용 대비 카카오뱅크 점유율	0.03%	0.52%	0.91%	1.24%	1.37%	1.45%

출처: SMIC 3팀

4.2.3.2. 태국, 대만 이자수익 추정 Table

해외의 'Household Debt'과 한국의 '가계신용'은 그 정의상 가장 유사하기에 이를 대만과 태국의 전체 가계신용 이자수익 추정에 활용하였다. 대부분 나라에서 Debt는 소폭 증가하는 추세에 있으나 보수적으로 Flat 처리하였다. 이자율은 감소하는 추세라면 이를 반영해 적용하였다. 또한 라인뱅크가 태국과 대만에서 각각 2020년과 2021년에 시작했음을 고려하여 1년의 시차를 두고 점유율이 증가할 것으로 가정했다.

그림 4-11. 태국, 대만 이자수익 매출추정

(단위: 십억 엔)	2020 4Q	2021 1Q	2021 2Q	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
태국(2020년 출시)								
Household Debt(12M Average)	44,137	44,137	44,137	44,137	44,137	44,137	44,137	44,137
은행 대출 금리(12M Average)	5.415%	5.415%	5.415%	5.415%	5.415%	5.415%	5.415%	5.415%
전체 Household Debt 이자수익				2,390	2,390	2,390	2,390	2,390
예상 점유율 추이	0.03%	0.52%	0.52%	0.52%	0.91%	1.24%	1.37%	1.45%
태국 라인뱅크 이자수익				12	22	30	33	35
대만(2021년 출시)								
Household Debt(12M Average)	55,115	55,115	55,115	55,115	55,115	55,115	55,115	55,115
은행 대출 금리(12M Average)	2.441%	2.441%	2.440%	2.440%	2.438%	2.436%	2.434%	2.432%
전체 Household Debt 이자수익				1,345	1,344	1,343	1,342	1,340
예상 점유율 추이		0.03%	0.03%	0.03%	0.52%	0.91%	1.24%	1.37%
대만 라인뱅크 이자수익				0	7	12	17	18
합계				13	29	42	49	53

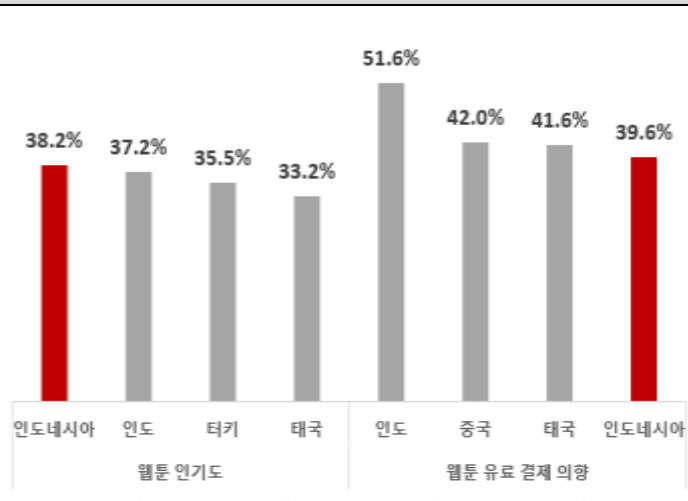
출처: SMIC 3팀

4.3. 웹툰, 동남아시아의 Killing Contents

웹툰도 많이 보는 동남아시아

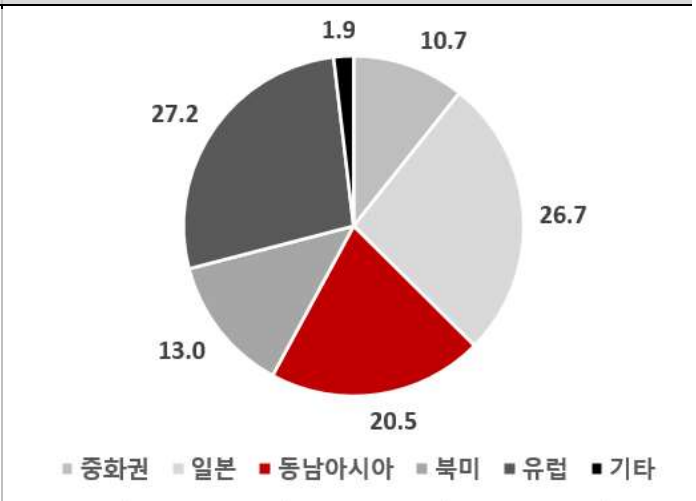
동남아시아는 한국 웹툰의 최대 수요처이자 공급처다. 웹툰 인기도와 유료 결제 의향 모두에서 글로벌 최상위권이다. 한국의 만화콘텐츠 수출액 기준으로 일본과 유럽 다음으로 3위를 차지하고 있을 만큼 비중도 크다. 북미와 유럽만큼 주목해야할 시장이다.

그림 4-12. 웹툰 인기도 및 유료 결제 의향 상위 4개국



출처: 한국 국제문화교류 진흥원, SMIC 3팀

그림 4-13. 한국 만화콘텐츠 지역별 수출 비중



출처: 문화체육관광부, SMIC 3팀

4.3.1. 인도네시아: The Special One

인도네시아 웹툰: MAU ↑ 인프라 ↑

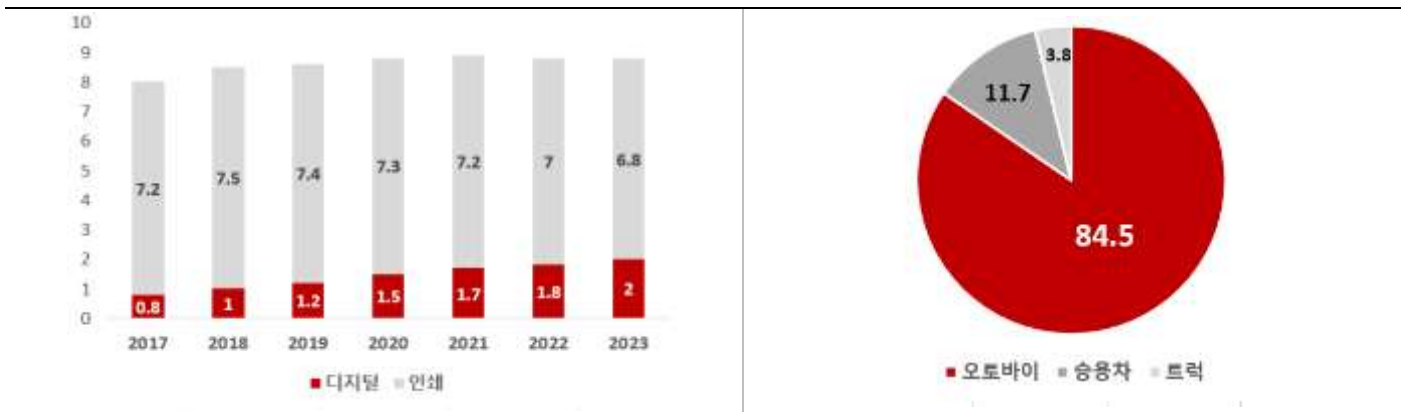
그 중에서 인도네시아는 더욱 주목할 필요가 있다. 평균 연령이 29.7세로 가장 젊고, 인구도 2.7억 명으로 가장 많은 사람이 살며, 동남아시아 전자결제 시장의 60% 이상을 차지할 정도로 모바일 인프라망도 잘 구축되어 있는 지역이기 때문이다. 실제로 태국(350만)과 대만(150만)에 비해 인도네시아의 동사 웹툰 MAU는 690만명으로 큰 규모로 형성되어 있다.

구조적으로도 웹툰 보급률은 상승

인도네시아는 구조적으로도 웹툰에 우호적인 환경을 갖추고 있다. 첫째, 만화 시장이 디지털로 점차 전환되고 있는 추세이다. 글로벌 트렌드와 유사하게 종이책이 사라지고 웹툰이 성장하고 있다. 둘째, 지하철 인프라가 거의 보급되지 않았다. 웹툰은 짧은 시간동안 즐길 수 있는 스낵 컬처의 특성을 갖기에 지하철 출퇴근 길에 틈틈이 읽는 문화가 존재한다. 2019년 첫 지하철 개통을 시작으로 인프라가 구축되기 시작했다. 향후 오토바이 이용이 감소하고 지하철이 보급됨에 따라 웹툰 소비의 활성화가 가속화할 것이다.

그림 4-14. 인도네시아 만화 시장 추이 (단위: 백만 달러)

그림 4-15. 인도네시아 교통수단 이용현황



출처: 한국 콘텐츠 진흥원, SMIC 3팀

출처: 인도네시아 통계청, SMIC 3팀

통-련하는 시장을 형성하는 중

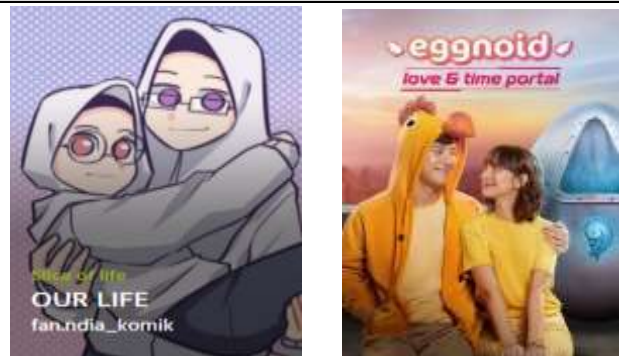
웹툰 생태계를 구축하여 지속적으로 시장을 키우려는 시도도 동시에 이뤄지고 있다. 동사는 신인 작가들을 발굴하는 'Canvas' 플랫폼을 운영하고 있고, 현지 작가들을 적극적으로 끌어들이며 문화권에 적합한 웹툰들을 공급하고 있다. 이는 드라마나 영화까지 이어져 웹툰의 노출도 및 관심도를 더욱 늘리고 있다. 당장의 수익성을 위해 인기 웹툰의 론칭에 집중하는 카카오와는 사뭇 다른 모습으로, 장기적인 성장까지 염두에 둔 모습이다.

그림 4-16. 신인 작가 웹툰 경연 플랫폼 'Canvas'



출처: Webtoons 홈페이지, SMIC 3팀

그림 4-17. 인도네시아 현지 웹툰과 웹툰 원작 드라마



출처: Webtoon App, SMIC 3팀

4.3.2. 각국 웹툰 잠재 거래액 추정

한국 국제문화교류 진흥원에 따르면 인도네시아에서 웹툰에 지출을 할 의향이 아주 강하다고 응답한 이들이 39.6%이며, 지출경험이 있는 사람들은 월 평균 7달러까지 지출할 수 있다고 답했다. 인도네시아의 MAU 690만명 중 39.6%가 지출을 한다고 가정하고 이들의 월평균 ASP를 7달러로 가정하면 연간 2295억의 거래액이 발생할 수 있다. 글로벌 MAU는 최소 YoY 10%씩 성장했다는 점을 고려하면 거래액은 더욱 기하급수적으로 증가할 것이라 판단된다.

그림 4-18. 인도네시아, 태국, 대만의 잠재 거래액 추정

*단위:백만	*MAU	웹툰 지출 의향 '매우높음' 비율	지출 가능한 ASP(USD/month)	잠재 거래액(십억 엔)	
인도네시아	6.9	39.6%	7.0	26	
태국	3.5	41.6%	10.8	22	
대만	1.5	17.6%	9.3	3	
합계				51	
연도	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
MAU	11.9	13.09	14.40	15.84	17.42
잠재거래액	51	56	62	68	75

출처: 한국 국제문화교류 진흥원, SMIC 3팀

궁극적으로는 웹툰이 인도네시아 내에서의 라인페이 및 라인 메신저의 점유율을 견인할 것이다. 웹툰 플랫폼을 통해 많은 유저를 확보하고 → 내부 결제를 유도해 이들이 페이에도 유입이 되며 → 페이와 बैं킹의 연결을 통해 유저 수를 확보하는 구조이다. 이러한 선순환 과정을 통해 대만과 태국 대비 낮았던 인도네시아 내 LINE 플랫폼의 지배력을 회복할 것으로 기대한다.

5. Valuation: SOTP Method (EV/EBITDA, EV/Sales, PER)

5.1. Valuation 선정 논리

본 보고서에서는 동사의 주가를 산출하기 위해 SOTP Method를 사용했다. 동사는 온라인 종합 플랫폼으로서 쇼핑, 검색, 메신저, बैं킹, 게임 등 수많은 사업군들을 모두 큰 사업 규모로 운영하고 있고, 또 그럴 것이 확실한데 각 사업부가 모두 Target 시장과 비용 구조가 상이하기 때문이다. 따라서 각 사업부를 나누어 각각의 사업 가치를 구하는 SOTP 방식이 가장 합리적인 방법이라고 생각되었다.

5.2. 영업가치 추정

5.2.1. Segment 선정 논리

동사는 십수 개의 자회사를 연결 대상으로 편입 인식하고 있어 각 자회사 별로 영업 가치와 비영업 가치, 그리고 순부채 등을 계산하는 것은 절대로 불가능하다. 또한, 사업 보고서 상에서도 부문 별로 비용 구조가 면밀하게 나뉘어져 있지 않다.

따라서 본 보고서는 동사의 사업부를 크게 1) 커머스 2) 미디어 플랫폼(서치 및 메신저) 3) 핀테크로 구획하였다. 이를 다시 대응시켜 보면,

1)은 야후 쇼핑, 페이페이몰, 라인 커머스, 그리고 일본 내 1위 의류 쇼핑 플랫폼 zozo가 거의 대부분을 차지하고 있다. 이 중에서는 야후와 라인의 커머스 부문에 대해서는 지분율이 100%이나, zozo는 50.1%만 지분을 보유하고 있어 커머스 부문을 크게 1-1) 야후 쇼핑, 페이페이몰 및 라인 커머스와 1-2) zozo로 나누어서 각각의 Enterprise Value를 산출한 후 지분율을 적용해 영업 가치를 구해주었다.

한편, 2)는 라인과 야후의 일반 플랫폼 서비스에 100% 대응되며, 3)은 라인 핀테크 사업 부문(라인페이, 라인증권, 라인 은행)과 페이페이 사업 부문에 100% 대응된다.

즉, 1-2)의 zozo를 제외하고는 모두 지분을 100% 보유하고 있으며 이러한 base 하에서 영업가치로 각 사업부의 EV를 추정하였다.

5.2.2. 커머스 사업부 Valuation

5.2.2.1. 커머스 사업부 Valuation Method: EV/EBITDA, PER

커머스 사업부의 해당하는 1-1) 야후 쇼핑, 페이페이몰, 라인커머스에 대해서는 EV/EBITDA로, 1-2) zozo에 대해서는 PER로 밸류에이션을 진행하였다. 그 이유는

- ① 일반적으로 E commerce 사업 플랫폼의 경우 영업이익 단에서부터 적자를 기록하는 경우가 대부분이고, 따라서 EV/GMV나 EV/SALES로 가치 평가를 하는 것이 일반적이다.
- ② 하지만 동사, 네이버, 카카오 등 검색 및 메신저 플랫폼을 영위하는 기업의 커머스 사업부의 경우 이미 모두 영업이익 기준 흑자를 보고 있으며, 또한 그 영업이익의 성장이 두드러지게 나타나는 중이다.
- ③ 이러한 상황 속에서, 커머스 사업부의 비용, 영업이익이나 순이익은 따로 공개되지 않아 NOPLAT*PER은 이용 불가능하다. 또한 자의적으로 사업부 별로 비용을 추정하는 것은 왜곡이 심하다.
- ④ 이 때, 이 커머스 사업부 특성 상 감가 상각비가 크지 않을 것이 확실시되므로 영업이익과 현금창출력 간 차이가 거의 없다는 전제 하에서, 본 보고서는 EV/EBITDA가 '이미 영업활동으로 흑자를 내고 있는 동사 커머스 사업부의 현금 창출력이 어떻게 커머스 사업부의 기업 가치로 이어지는지' 보여주는 가장 적합하고 현실적인 MULTIPLE이라고 판단하였다.
- ⑤ 한편, zozo의 경우 이미 사업이 성숙하여 꾸준히 순이익이 발생하고 있고 그 크기가 증가하고 있으며 개별 상장되어 있다. 따라서 앞으로의 일본 내 이커머스 시장 성장에 따른 zozo의 수익성과 성장성을 평가하기에 PER Method가 가장 적합한 방법이라고 생각, Noplat*PER을 통해 예상 EV를 구한 후 지분율을 곱해주었다.

5.2.2.2. ZOZO 제외 커머스 사업부 영업 가치 추정

- ① 동사의 사업 보고서에 공개된 사업부 별 EBITDA 추이와 EBITDA margin을 확인, 여기에 ZOZO 개별 EBITDA를 제외해준 ZOZO 제외 커머스 사업부의 합병 이후 EBITDA margin이 2분기 연속 15.7% 정도로 유지되었음이 확인되었다.
- ② 마진 상 유리한 라인 커머스의 급격한 증가세에 ZOZO 제외 커머스 사업부의 EBITDA margin역시 증가함이 합당하나, 보수적 추정을 위해 21년 2분기 EBITDA margin인 15.7%를 이후 적용시켜 동사의 이후 EBITDA를 추정하였다.

그 결과 나온 ZOZO 제외 커머스 사업부의 2023년까지 EBITDA는 다음과 같다.

ZOZO 제외 커머스 사업부(야후 쇼핑+페이페이몰+라인 커머스)

(단위: 십억 엔)	2020	1Q21	2Q21	1H21E	2H21E	2021E	2022E	2023E
커머스 매출	599	157	155	312	312	625	762	930
커머스 GMV	2,807					3,425	4,178	5,098
EBITDA 마진	13%			15.17%	15.17%	15.17%	15.17%	15.17%
EBITDA	80			47	47	95	116	141

<Target Multiple 부여>

ZOZO 제외 커머스 사업부의 TARGET MULTIPLE로는 **Amazon과 Alibaba의 2018 FWD EV/EBITDA 평균 30을 25% 할인한 22.5**을 선정하였다. 선정 논리는 아래와 같다.

① 서론: 동사의 현황과 미래

동사의 통상 커머스 사업부는 이제 막 E commerce 시장의 성장이 급속도로 시작된 국내 환경에서 압도적인 오픈 마켓 시스템과 높은 점유율(2~3위)을 바탕으로 그 성장분을 그대로 흡수할 것으로 기대된다.

② Peer 선정 논리

해외에서 동사 커머스 부문의 일본 내 포지션과 비슷한 위치를 가진 오픈마켓 전자 상거래 플랫폼은 **Amazon과 Alibaba** 등이 있다. Amazon 역시 오픈 마켓의 비중이 60%에 달하며, 동사와 같이 전자상거래뿐만 아니라 클라우드, 기타 플랫폼, 페이 등 다양한 서비스와 연동되어 있는 미국 내 1위 EC 기업이다. Alibaba 역시 T mall을 통한 오픈 마켓의 성격이 강하며 Alipay 등 다양한 서비스와 연동되어 있고, 중국 내 높은 EC 점유율을 가지고 있다.

또한 두 기업이 주요 매출처로 두고 있는 중국과 미국 모두 일본과 같이 전자상거래 거래 규모가 5위 안에 위치한 국가들로, 모두 전자상거래 시장 규모가 크다는 공통점이 있다. 따라서 사업 부문의 속성 및 국내 포지셔닝, 시장 규모에 있어서 동사와 유사하다고 판단되어 PEER로 선정하였다.

③ Peer Historical EV/EBITDA 선정 논리

동사의 22E EV/EBITDA Multiple은 Average(Alibaba 2018 EV/EBITDA, Amazon 2018 EV/EBITDA)을 25% 할인하여 부여하였다.

	Amazon	Alibaba	평균
18 EV/EBITDA	27	33	30
할인율		25%	
Target EV/EBITDA		22.5	

1) 사실 동사의 현 상황은 이커머스 규모에 비해 침투율이 심각하게 낮고 지지부진했던 EC 환경이 이제 막 급속도로 개선되어 그 중 압도적인 역량을 가진 동사의 커머스 사업부가 가장 많은 수혜를 입을 것으로 기대되는 상황이다.

2) 따라서 정확한 비교를 하자면 중국의 2016년, 미국의 2011년, 영국의 2016년 '시점'의 '동사와 비슷한 이커머스 기업'의 멀티플을 봐야 한다.

3) 왜냐하면 해당 연도를 기점으로 각국의 이커머스 침투 증가율(각각 16.7%, 10%, 20.5%)이 급증하였고, 이에 동사와 비슷한 포지션의 기업들이 수혜를 입었기 때문이다.

4) 하지만 각국의 지배적인 이커머스인 Alibaba, Amazon, Amazon uk 중 아마존을 제외하고는 해당 시점에 상장되어 있던 기업이 없어, 해당 시점의 EV/Ebitda를 정확히 산출하

기가 불가능하다.

5) 따라서 차선책으로 침투율이 '막 높아진 시점'이 아니라, 침투율이 '빠른 속도로 증가한지 별로 안 된' 국가의 '동사 커머스 사업부와 비슷한 E commerce 기업'의 당시 Multiple을 부여하였다.

6) 실제로, 2018년의 중국과 미국의 상황을 보면 E commerce 시장 성장의 기대 속에 전년 대비 11.1%, 11.9%씩 EC 침투율 증가가 빠르게 이루어졌고, 이후에도 코로나 노이즈가 있지만 그 이상의 침투율 증가가 이어졌다. 그리고 해당 상황 속에서 Alibaba와 Amazon의 매출 역시 47%, 20.6%로 급속히 성장했다. 즉 본 보고서는 바로 2018년 당시 중국과 미국의 EC 시장 상황이 2022~2023년 일본 EC 시장 상황과 유사하며 Alibaba와 Amazon의 당시 상황이 동사의 2022~2023년 상황과 유사하다고 본 것이다.

7) 이에 Average(2018 Alibaba ev/ebitda, 2018 Amazon ev/ebitda)를 동사의 2022E와 2023E EBITDA에 곱할 Target Multiple로 선정했다.

8) 하지만 전방 시장 규모 자체가 미국과 중국이 일본에 비해 높다는 discount 요인과 아마존 및 알리바바는 해외 비중도 높다는 discount 요인(단, 라인 쇼핑 역시 동남아 시장 전체를 captive 시장으로 두고 있다는 점에서 엄청난 discount 요인은 아니다), 그리고 기업 규모의 차이 때문에 해당 Multiple을 그대로 동사에 적용하는 것은 무리이다.

9) 이러한 점을 고려하여 해당 평균 멀티플 27에 25% 할인해 준 22.5을 동사의 22년과 23년 Target EV/EBITDA로 제시한다.

(단위: 십억 엔)	22E	23E
EBITDA	116	141
Target EV/EBITDA	22.5	
EV	2,602	3,174

지분율은 100%이기에 따로 기입하지 않고 그대로 영업가치에 반영했다.

5.2.2.3. ZOZO 커머스 사업부 영업 가치 추정

예전부터 zozo는 일본 내 압도적인 의류 이커머스 1위로서 위치가 공고했고 매출과 영업이익 및 순이익이 꾸준히 비율로 발생하며 성장하는 경향을 보이며, PER 역시 지난 코로나를 제외한 3년간 꾸준히 27~35 정도를 부여받고 있다. 또한 opm 역시 코로나 상황을 제외하고는 꾸준히 33% 정도로 유지된 것을 확인하였고, 유효 법인세율은 지난 3년 평균 29.7% 정도로 확인하였다.

zozo의 경우 거래액 기준으로는 13%, 매출 기준으로는 19% 정도 전체 커머스 사업부에서 차지한다. 해당 비중이 유지되는 경향을 확인, 이후에도 비슷한 비중을 가지고 같이 성장한다고 가정하였다. 단,페이페이몰-야후 쇼핑-라인커머스와 연동 효과가 본격적으로 발생하기 전 2021년 zozo의 예상 실적은 가장 보수적인 수준으로 예상하였다.

이러한 점을 반영하여 zozo의 향후 Expected Noplat을 산출, zozo의 코로나 제외 3개년 PER 평균값 31을 곱하여 각 연도의 EV를 산출하였고 지분율 50.1%과 상장 자회사의 지분 가치 중복 계산을 반영하여 30%의 할인율을 적용, 영업 가치를 산출하였다.

zozo 사업부

(단위: 십억 엔)	2020	2021E	2022E	2023E
커머스 매출	147	152	186	227
커머스 GMV	419	512	624	762
OPM	33%	33%	33%	33%
영업이익	49	50	61	75
유효법인세	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
Noplat	34	35	43	53

(단위: 십억 엔)	22E Noplat	Target PER	EV	지분율	할인율	영업가치
zozo	43	31	1,337	50.1%	30%	469

(단위: 십억 엔)	23E Noplat	Target PER	EV	지분율	할인율	영업가치
zozo	53	31	1,631	50.1%	30%	572

5.2.3. 핀테크 사업부 Valuation

핀테크 사업부의 경우 EV/Sales Valuation Method를 사용하였다. 그 이유는

- ① 먼저페이 부분 관련이다. 일본의 간편 결제, 특히 동사가 영위하는 QR 결제 시장은 본 보고서의 분석에 따르면 다른 간편 결제 수단에 비해 훨씬 가파른 기울기로 성장할 것이 확실하고, 실제로 그 연간 증가율도 연간 거래액 기준 50% 이상으로 성장율이 점점 가속화되고 있다.
- ② 동사는 이러한 시장 자체의 급속한 성장을 1위 사업자로서의 위치를 유지하면서 그 대로 흡수할 것이며, 따라서 동사의페이 부분은 연간 약 50% 이상 증가한다.
- ③ 또한 동사의 증권 및 banking 사업의 경우도 이제 막 개화해 모바일 banking의 업사이드가 매우 높은 동남아 및 일본 시장에서 연간 약 30% 이상 성장한다.
- ④ 하지만 이러한 플랫폼 기업의 핀테크 사업부는 사업 초기 2~3년 간은 이익을 창출하기보다는 다양한 서비스를 하나로 잇고 플랫폼 이용자를 플랫폼 내에 정착시키는 역할을 한다.
- ⑤ 실제로, 동사의 핀테크 사업의 경우 대부분의 분기에서 ebitda 기준 흑자를 기록하고 있으나 qr 결제 시장이 이제 막 성장하는 상황에서 언제든지 페이페이와 라인페이의 수수료 환급 이벤트 등을 실시하여 적자 상태에 놓일 수 있다. 21년 1분기도 ebitda 기준 적자였다.
- ⑥ 위의 설명을 종합하여 동사 핀테크 사업부의 가치를 산출하는 데에는 영업이익이 아닌 총 영업 수익이 중요하다고 판단되었고, 따라서 EV/Sales Valuation을 통해 영업가치를 산출하였다. 단 매출은 지분가치보다는 기업가치에서 의미하는 바가 더 크므로, PSR Method는 이용하지 않았다.

<Target Multiple 부여>

동사 핀테크 사업부에 부여할 Target Multiple은 Peer Multiple로, 브라질 기업 PagSeguro의 2021년 상단 EV/Sales 11.8를 20% 할인한 9.4를 Target EV/Sales Multiple로 제시한다.

- ① 먼저 고려 대상이었던 Paypal은 결제 서비스 관련 매출 비중이 대부분이며 서비스 지역이 광범위하여 동사의 핀테크 사업부 BM과 매우 상이하여 Peer Group으로 삼기에 부적절하다.

② Upstart과 Square 역시 Peer로 고려되었으나, 각각 주로 AI 대출 심사 및 신용평가와 '중상공인들' 위주의 핀테크 사업을 영위하고 있어 동사와 고객층 및 사업 내용이 전혀 일치하지 않는다. 또한 간편 결제 매출 비중 역시 동사와 매우 상이하여 역시 Peer Group으로 들 수 없다.

③ 이 때, 브라질 소재 핀테크 기업 PagSeguro는 동사와 아래와 같은 점에서 유사하여 적절한 Peer라고 볼 수 있다.

	PagSeguro	동사 핀테크
기본 플랫폼	UOL(브라질 최대 포털사이트)	야후 재팬(일본 최대 포털 사이트)
사업 시작	QR코드 결제 및 송금	QR코드 결제 및 송금
사업 확장 내역	청구서 결제, 온라인 지급, 투자, 대출	공공기관 인증, 온라인 지급, 투자, 대출, 주식 투자
간편 결제 비중(2021)	30% 이상	32.70%
전방 시장	브라질->남미	일본->동남아
Sales Growth(최근 3개년 평균; 동사는 향후 3개년)	29.70%	34.80%

④ 다만 PagSeguro의 경우 2006년에 이미 시장에 진출하여 1년 매출액이 약 1조 8,200억 원으로 동사의 2021E 매출 약 1조 3,000억 원에 비해 다소 높다. 또한 최근 몇 년간 브라질 내 캐시리스 사회로의 급격한 전환이 이루어져 비현금 결제 비중도 53%로 동사의 주요 사업대상국인 일본의 29.7%보다 높다. 따라서 기업의 규모와 캐시리스 진행률을 감안하여 PagSeguro의 2021 상단 EV/Sales 11.8배를 20% 할인한 9.4를 동사의 Target EV/Sales Multiple로 산정한다.

단위: 십억 원	
PagSeguro 상단 EV	21,400
PagSeguro 2021E Sales	1,820
PagSeguro EV/Sales	11.8
할인율	20%
Target EV/Sales	9.4

그 결과 계산된 동사의 핀테크 부문 EV는 다음과 같다. 지분율이 100%이므로 그대로 영업가치에 반영하였다.

(단위: 십억 엔)	2021E	2022E	2023E
핀테크 부문 Sales	122	166	222
Target EV/Sales		9.4	9.4
핀테크 부문 EV		1,565	2,088

5.2.4. 미디어 사업부 Valuation

동사의 미디어 사업부는 말그대로 라인과 야후 재팬 플랫폼에서 검색 광고나 디스플레이 광고로 수익을 얻는 사업부이다.

미디어 부문 영업가치를 산출하기 위해서는 EV/EBITDA 방식을 사용하였다.

① 미디어 사업의 경우 영업이익과 순이익 단에서 흑자를 보고 있는 것은 확실하나, 역시 사업 보고서 상 사업부 별로 비용과 수익이 나누어져 있지 않았고, 따라서 광고로 수익을 내는 일반 서치 플랫폼의 밸류에이션에 일반적으로 사용되는 PER Method를 사용할 수 없다.

② 하지만 플랫폼 모델의 특성 상 유 무형 감가상각비가 전체 비용에서 차지하는 비중이 낮고, 실제로도 플랫폼 모델만 영위했던 시기의 네이버와 다음의 경우 감가상각비의 전체 비용 대비 비중 5%이하로 유지되는 경향을 파악하였다.

③ 그리고 동사의 최근 사업 보고서에는 사업부별 EBITDA 마진은 공개되어 있다.

④ 따라서 커머스 사업부와 마찬가지로 영업이익과 현금창출력 간 차이가 거의 없다는 전제와 전사 비용을 인위적으로 부문별로 나눌 때 왜곡이 발생한다는 점을 고려했을 때, EV/EBITDA Method가 영업이익 또는 현금 창출력 대비 동사의 기업 가치를 산출하는데에 최선의 방법이라고 생각되었다.

한편 EBITDA 추정 논리는 다음과 같다.

- ① EBITDA를 자체적으로 추정하기 위해 사업부 별로 나뉘어져 공개되지 않은 세금, 이자, 순이익, 영업 손익 등을 자의적으로 나누는 것은 심각한 수익성 해석의 왜곡을 낳을 수 있다.
- ② 단 합병 효과를 반영한 IR 자료의 사업부 별 EBITDA를 보면, 합병 이후 3분기 동안 동사 미디어 부문의 EBITDA 마진은 평균 41.37% 정도로 일관되게 유지되어 왔음을 알 수 있다.
- ③ 심지어 이 마진은 지난 3분기 동안 라인 헤드뷰 광고와 채팅 리스트 광고 등 새로운 광고 모델이 출시되고 나서도 유지되는 경향을 보인다. 따라서 앞으로도 신규 광고 모델이 출시되어도 EBITDA Margin은 크게 변하지 않을 것으로 추정된다.
- ④ 따라서 지난 3분기의 미디어 부문 EBITDA Margin 평균 41.37%를 향후 3개년의 미디어 부문 매출에 곱하여 예상 EBITDA를 계산하였다.

<Target Multiple 부여>

동사의 Target EV/EBITDA로 검색 플랫폼만 제공하고 광고 수익만 있던 2011년 네이버의 EV/EBITDA 13.2을 부여하였다.

2011 EV/EBITDA	
네이버	13.2

- ① 지금 밸류에이션을 진행하는 미디어 부문의 경우 광고를 제외하고는 이익 발생처가 전무하다.
- ② 어떤 Valuation Method를 사용하건 간에, 현재 네이버와 다음, 알파벳, 페이스북 등 인터넷 포털 플랫폼의 높은 밸류에이션(평균 PER 42배)은 단순히 광고 수익으로 부여된 밸류에이션이 아니라, 인터넷 (포털) 플랫폼들이 본인들의 captive user들과 광고 수익을 바탕으로 이커머스, 금융, 물류, 메타버스, 소셜 미디어, AI, 게임 등 사업을 영위하여 받은 Multiple이다.
- ③ 그리고 기본적으로 미디어 사업부에 EV/EBITDA를 한다는 말인즉슨, 미디어 사업부의 '이익 창출력'이 어떻게 '미디어 사업부문의 기업가치'에 영향을 끼치냐를 평가하는 것이다. 이 때 미디어 사업부의 이익 창출력은 모두 광고 수익뿐이므로, '순전히 광고 수익만으로' 미디어 사업부의 기업가치는 평가받아야 한다.
- ④ 위의 과정을 종합하면 SOTP 시 일반적으로 쓰는 방식대로 서치 플랫폼 부문에 그저 인터넷 포털 사이트 평균 멀티플을 주는 것은 적합하지 않다고 생각된다.
- ⑤ 따라서, 본 보고서는 '순전히 광고 수익만 내는' 동사의 미디어 플랫폼 부문의 멀티플로 별다른 연계 서비스 없이 '순전히 광고 수익만 냈던 시절의' 2011년 네이버의 Historical EV/EBITDA를 적용하는 것이 적합하다고 판단했다. 2012년부터는 네이버 라인 출범 본격화, 샵n 이슈 등이 활성화되어 다른 이유로 Re-rating이 진행되었기 때문이다.

그 결과 도출된 미디어 사업부 부분의 EV는 다음과 같다. 지분율은 역시 100%로 그대로 영업가치에 반영한다.

(단위: 십억 엔)	22E	23E
EBITDA	296	311
Target EV/EBITDA	13.2	
EV	3,910	4,104

5.3. 비영업가치 및 순부채 추정

5.3.1. 비영업가치 추정

비영업가치	
초과보유현금	977
(a)현금및현금성자산	1,196
(b)2Q21 영업비용*2/3	219
금융자산 $[(c+d+e)*0.6]$	610
(c)call loan	35
(d)유가 증권	502
(e)기타 금융 자산	481
총 비영업가치	1,588

- ① 동사의 유의미한 비영업가치는 크게 초과보유현금과 금융자산으로 나눌 수 있다.
- ② 먼저 초과보유현금은 (회사가 보유한 현금 및 현금성 자산)-(통상 2달 정도의 영업비용(=매출원가+판관비))으로 계산한다. 따라서 가장 최근인 2Q21 사업보고서 기준 동사의 현금 및 현금성 자산에서 해당 분기의 영업 비용*2/3 만큼을 차감하여 초과보유현금을 계산해주었다.
- ③ 한편 금융자산은 크게 Banking Call Loan과 각종 유가 증권, 기타 금융 자산의 장부 금액을 사용하였다. 단 현금과 달리 청산 시 100%의 장부 가치를 담보 받을 수 없기에 할인을 40%를 적용하여 비영업가치에 반영하여 주었다.
- ④ 그 결과 총 비영업가치는 약 1조 5,880억 엔이 나온다.

5.3.2. 순부채 추정

순부채의 경우 별도 재무제표가 공개되지 않아 어쩔 수 없이 연결 기준 이자발생부채 장부 금액에서 현금 및 현금성 자산을 제외하는 식으로 추정하여 주었다. 동사의 이자발생부채는 크게 단기차입금, 사채, 리스 부채, 그리고 기타 부채로 구성되어 있다.

순부채

(+)이자발생부채	1,656
(-)현금및현금성자산	1,196
(=)순부채	459

5.4. 최종 Valuation: 목표 주가 산출

단위: 십억 엔, 엔

Valuation: SOTP Method	2022E	2023E
(A) 영업 가치	8,545	9,937
미디어(야후 재팬, 라인)	3,910	4,104
핀테크(페이페이, 라인페이, 라인증권, 라인 은행)	1,565	2,088
커머스(야후 쇼핑, 라인 커머스, 페이페이몰)	2,602	3,174
ZOZO	469	572
(B) 비영업 가치	1,588	
금융자산	610	
초과보유현금	977	
(C=A+B) Total Enterprise Value	10,133	11,525
(D) Net debt	459	459
(E=C-D) Total equity value	9,674	11,066
Number of shares	7,994,322,034	7,994,322,034
목표 주가	1,210	1,384
현재 주가	826	
상승 여력	46%	68%

모든 논의를 종합하여 2022년 목표 주가 1,235엔, 상승 여력 50% 투자 의견 BUY를 제시한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.