

잘 못 키운 자식들 - 가문의 해체



BUY

Valuation

Target Price: 94,460

Price: 74,600

Margin of Safety: 26.6%

MktCap.(100mn): 9027

ROE: 19.86%

Op.Magin: 18.29%

PER: 60.12

PBR: 13.05

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

이재웅 (19.43%)

Foreign Shr.: 26.24%

● DAUM - Internet Portal

광고 수익 중심의 인터넷 포털
온라인 광고시장은 성장한다

● DAUM은 변화하고 있다.

과거 문어발식 자회사확장에 따른 적자.
UCC 사업집중화를 위한 자회사정리로 흑자전환.

● DAUM 은 저평가되었다?

자회사의 부실과 영업권상각으로 인한 지분법손실로 적자
Daum 자체는 우수한 영업현금흐름 보유.

EV/EBITDA 분석결과 인터넷산업평균에 미달

● DAUM 검색의 강점

카페 콘텐츠를 활용한 축적된 DB
Google과의 협약을 통한 검색 서비스

● Valuation & Conclusion

EV/EBITDA 적용 시 보수적으로 할인율 10% 적용
안전마진 26.6%인 목표주가 94,460원 제시

DAUM의 BM – Internet Portal

포털이 뭔가요?

포털은 다양한 서비스를 제공

다음 커뮤니케이션(이하 DAUM)은 우리나라 2위의 인터넷 포털 업체이다. 한메일 서비스나 카페, tv팟(UCC동영상) 등으로 우리에게 친숙한 기업이기도 하다. 대부분의 인터넷 사용자들은 인터넷에 접속하면 우선 DAUM과 같은 포털에 들어가서 검색을 하거나 메일을 보내는 등의 다양한 활동을 한다. 인터넷 이용의 약 80%가 포털에서 이루어진다고 하니 포털은 인터넷의 꽃이라 하겠다.

인터넷포털 2위 DAUM

초창기 인터넷 포털은 다른 사이트로 가기 위해 거치는 관문 역할에 불과했다. 하지만 포털의 검색기능은 인터넷 상의 수많은 사이트와 정보를 사용자의 편의에 맞게 구축되며 발전했다. 몇 년 사이에 인터넷 사용자가 급격히 증가함에 따라 포털 시장도 크게 성장했다. 현재는 네이버, DAUM, 야후 등의 대형 포털이 검색 기능 외에도 메일, 카페, 블로그, 뉴스 등의 다양한 콘텐츠를 제공하며 있으며, 인터넷 사용자들의 생활 깊숙이 파고 들어가 있다.

DAUM에는 반짝반짝 광고가

DAUM 수익의 원천은 온라인 광고

2007년 DAUM커뮤니케이션의 발표에 따르면 매출액의 약 88%가 온라인 광고에서 나온다. 나머지 12%는 거래형 서비스, 즉 유료콘텐츠 제공에서 나오는데 광고의 비중이 갈수록 늘어나는 추세이다. 수익의 대부분을 차지하고 있는 것이 온라인 광고이기 때문에 온라인 광고 시장의 특성과 앞으로의 성장성이 DAUM의 수익 구조를 분석하는데 매우 중요하다.

온라인 광고는 디스플레이형 광고와 검색형 광고로 나뉜다. 디스플레이형 광고는 위치가 정해진 광고를 말하며 예를 들면 DAUM 홈페이지에 들어갔을 때 왼쪽에 고정되어 있는 배너가 이에 해당한다. 가격이 비싸기 때문에 주로 대기업에서 이용한다. 한편 검색형 광고는 특정한 키워드에 대한 검색결과로 노출되는 광고로 주로 영세기업에서 많이 이용한다. 검색형 광고는 검색에 의한 노출 횟수에 따라 광고비를 지급하는 CPM(Cost per million)방식과 이용자가 한번 클릭할 때마다 돈을 지불하는 CPC(Cost per click) 방식이 있다. 예를 들어 '부동산'이란 단어를 검색했을 때 위에 뜨는 스폰서링크 같은 것이 바로 CPM방식의 검색형 광고이다. 과거에는 디스플레이형 광고 시장의 비중이 높았으나, 2007년 상반기부터는 검색형 광

DAUM의 광고 수익의 구조는 디스플레이 광고와 검색광고로 나뉜다.

표 1. DAUM의 매출 구조

사업부문	품목	매출액(비율)
인터넷 광고	디스플레이/검색	88,539 (89.0%)
거래형 서비스	플랫폼/서비스/기타	10,991 (11.0%)

자료: DAUM IR RePort

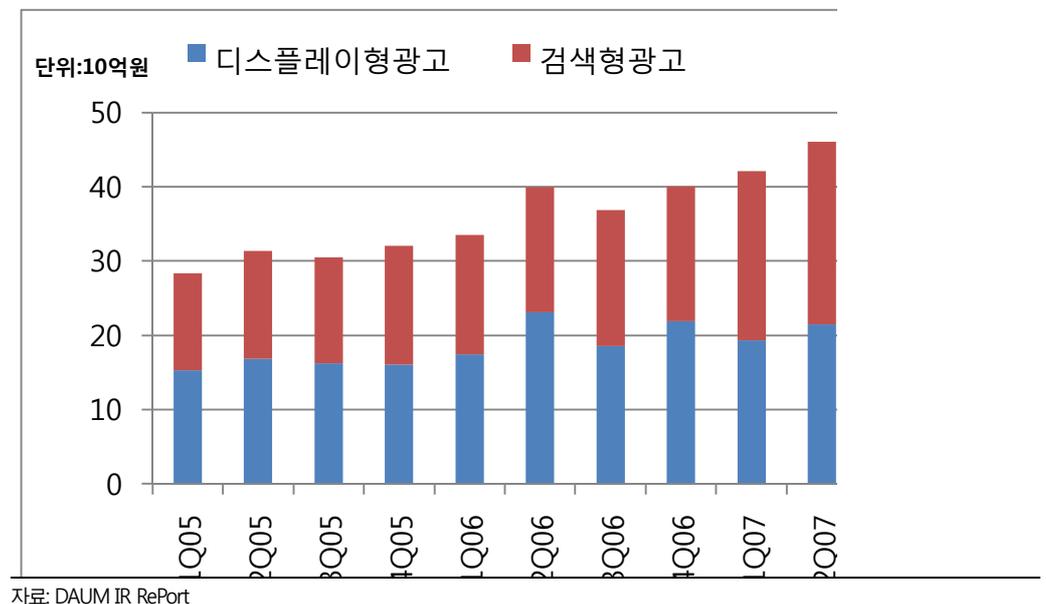


온라인 광고시장은 30%의 성장을 기대하며, 검색 엔진 강화 및 콘텐츠를 강화하고 있음

고가 매출면에서 앞서고 있다. 이는 첫째, 검색형 광고가 디스플레이형 광고에 비해 상대적으로 저렴하며, 둘째, 포털 사용자가 사이트를 방문할 때마다 광고비가 빠져나가는 방식이기 때문에 광고비 운용 면에서 효율적이다. 또한, 이용자가 적극적으로 검색이라는 활동을 통한 결과이기 때문에 이용자들이 관심이 높은 경향이 있다. 검색형 광고 시장이 급속히 성장함에 따라 DAUM에서도 검색 기능을 강화하고, 구글과 서비스 제휴를 맺는 등의 대응을 하고 있다.

2006년 인터넷 광고 시장은 8,907억원으로 2005년의 6,625억원 대비 34.4% 성장한 것으로 추정되며, 전체광고비(73,000억) 대비 인터넷 광고비(8,907억)의 구성비율은 12.2%로 2005년 9.3%에서 2.9% 증가한 것으로 추정된다. 최근 몇 년간 30%대 성장률이 지속되었던 인터넷 광고비는 2007년부터는 연평균 20%대의 성장률을 유지, 2007년 1조원 달성, 2010년 2조원 달성하여 전체광고비의 25%를 점유할 것으로 예상된다. 인터넷광고 중 디스플레이광고는 2005년 3,223억에서 2006년 4,015억으로 24.6% 성장한 것으로 추정되며, 검색광고는 2005년 3,402억, 2006년 4,892억으로 43.8% 성장한 것으로 추정된다. 온라인 광고 시장을 타겟으로 하는 DAUM커뮤니케이션으로서는 매출을 증가시킬 수 있는 좋은 기회이다. 인터넷 포털들은 광고주들의 마음을 사로잡기 위해 다양한 노력을 기울이고 있다. 온라인 광고를 하고자 하는 기업 입장에서는 많은 사람들에게 효율적으로 광고가 노출되기를 원한다. 그래서 기업들은 UV(방문자수), PV(방문자가 몇장의 page를 view하는지), reach rate(전체 인터넷 사용자중에서의 해당 사이트 접속률) 등의 지표를 보고, 광고를 결정하게 된다. 많은 사람들이 방문하고, 많은 페이지를 볼수록 광고주들의 선호 대상이 되기 때문에 DAUM커뮤니케이션과 같은 포털 사이트는 매출을 올리기 위해 다양한 콘텐츠를 제공하고 있다.

차트 1. DAUM의 광고매출 비중



저평가 된 DAUM

2006년, DAUM의 Turn-Around? - 순이익이 언제나 기업의 가치를 대변하지는 않는다.

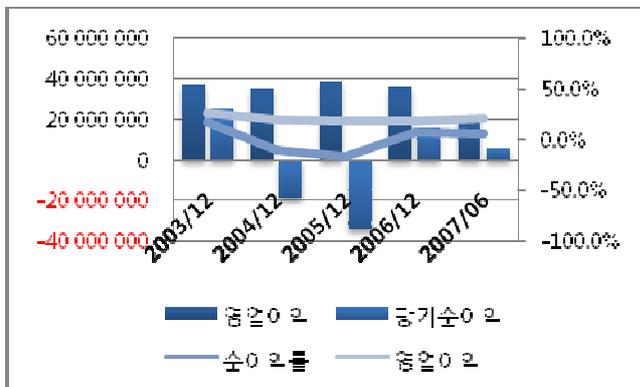
DAUM의 순이익은 2006년 Turn-Around에 성공했으나, 이는 자회사의 변화일뿐 DAUM의 내재가치의 변화와는 무관

DAUM은 2004년과 2005년 적자를 기록한 후 2006년 Turn Around에 성공, 2007년 반기에 이르기까지 순이익에 있어서 지속적인 성장을 만들어내고 있다. 그러나 이러한 Turn-Around는 그 순이익의 흑자전환을 의미할 뿐, 특히, 영업이익의 측면에서 DAUM을 바라보면, 2003년부터 현재에 이르기까지 꾸준한 이익을 만들어 내고 있음을 알 수 있다. 즉, DAUM의 2004년과 2005년 역시 DAUM 커뮤니케이션즈 자체의 변화라기보다는, 무분별한 다각화로 인한 자회사의 손실이 그대로 반영된 결과이다. 따라서 이러한 Turn-Around를 DAUM 커뮤니케이션즈의 영업활동의 변화라고 보는 것 보다는, 자회사의 손실이 지분법 손실로 이어진 것으로 보는 것이 더 명확하다. 즉, NHN과 같이 Portal의 검색기능에 집중함을 통해 성장한 것이 아니라, 포털을 이용한 다른 사업에 투자함을 통해 시너지 효과를 얻으려 했던 전략의 실패로 인한 것일 뿐, 포털의 기능은 2003년 이후 그 경쟁력을 유지하고 있는 것이다.

기업의 현금흐름에 영향을 주지 않는 비용이 많아 순이익은 DAUM의 가치 평가의 잣대로 부족함

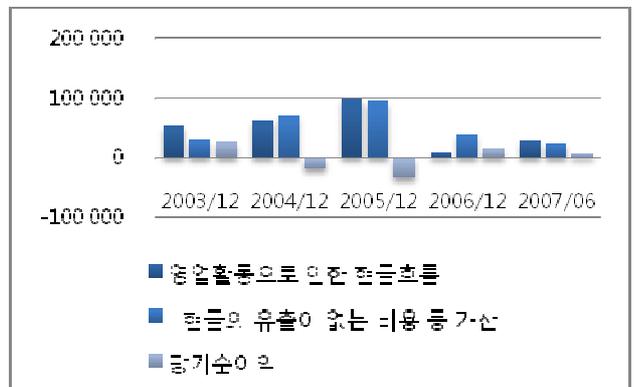
실제로 DAUM의 영업현금흐름을 살펴보면 실제의 기업의 현금흐름에는 영향을 주지 않는 비용이 많이 존재함을 볼 수 있으며, 이의 상당부분은 자회사들의 구입 시 발생한 영업권의 상각으로서 이는 DAUM이라는 기업의 가치에 영향을 주지는 힘들다. 따라서 영업권 그리고 영업권 상각은 자회사의 구입 시, 장부가액 이상의 비용을 사용한 경우, 그 비용과 장부가치와의 차이로서 인식되며, 자회사의 영업권 상각비용으로 지속적으로 상각된다. 2006년 12월 31일 기준으로 전체 지분법손실 중 이러한 영업권 상각분은 21.56%에 이른다. 즉, DAUM의 순이익은 DAUM의 현재 상황을 정확하게 보여주는 이익지표로서 받아들이기는 힘들며, 영업이익을 그 가치의 잣대로 보아야 한다.

차트 12. DAUM의 영업이익 및 순이익 추이



자료

차트 13. DAUM의 영업현금흐름



자료

저평가된 DAUM 커뮤니케이션즈

EV/EBITDA 기준 DAUM은 저평가 되어 있음

현재 PER가 60이 넘는 기업이 저평가되어 있다 라고 말하는 것은 쉽게 받아들이기 힘든 부분일 것이다. 그러나, 앞서 밝힌 바와 같이 순이익이 DAUM의 기업가치를 제대로 드러내주고 있지 못하는 이상, 순이익과 관련된 PER보다는 영업이익의 가치를 따지는 EV/EBITDA가 타 기업과의 비교에 더 적합할 것이다. DAUM의 온라인 광고 매출은 시장의 성장과 더불어 증가하리라 예상하며, 보수적으로 접근한다고 해도 2006년 3분기부터 시작한 성장율을 적어도 2년간은 유지하리라 생각한다. 그러한 가정 하에서 매출액을 2006년 3분기부터의 회귀분석을 통하여 도출하였고, 매출원가 및 판관비는 그 비율의 평균을 사용하여 EV/EBITDA를 구해보면 2008년 기준으로 10.6배를 적용받고 있음을 알 수 있다. 현재 인터넷 산업의 평균 EV/EBITDA¹가 평균 15임을 감안할 때, 앞으로의 안정적인 성장성을 감안한 DAUM의 가치는 저평가 받고 있음을 볼 수 있다. 물론 자회사의 손실로 인한 지분법 손실로 인한 부분 역시 평가 받는 것이 필요하지만, 기 발생된 현금흐름에 대한 비용처리가 많은 부분을 차지하는 지분법의 손실을 반영할 경우 DAUM의 기업가치를 판단하는데 오히려 방해가 될 것 같으므로, 기업의 영업이익을 기준으로 보았을 때, DAUM은 저평가 되어 있다.

표 7. DAUM의 EBITDA 추정 및 EV/EBITDA 산출

	2006.09	2006.12	2007.03	2007.06	2007.09(E)	2007.12(E)	2008.03(E)	2008.06(E)	2008.09(E)	2008.12(E)
매출액	47,442	50,472	52,313	55,751	58,924	62,630	66,760	71,360	76,479	82,176
디스플레이 광고	18,498	21,887	19,280	21,397	21,846	22,534	23,243	23,975	24,730	25,508
검색광고	18,316	18,052	22,808	24,608	27,465	30,719	34,360	38,432	42,987	48,081
거래형 서비스	4,754	4,627	5,041	4,753	4,881	4,921	4,960	5,000	5,040	5,081
기타 매출	5,874	5,906	5,184	4,993	4,732	4,457	4,197	3,953	3,723	3,506
매출원가	18,176	17,818	18,681	19,564	21,274	22,612	23,869	25,513	27,478	29,525
판관비	19,514	24,628	20,759	28,805	26,704	28,384	30,374	32,467	34,728	37,315
매출원가율	38%	35%	36%	35%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
판관비/매출액	41%	49%	40%	52%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
영업이익	9,752	8,026	12,873	7,382	10,946	11,635	12,518	13,380	14,274	15,337
EBITDA	14,950	13,513	18,272	12,745	17,411	18,506	19,911	21,283	22,704	24,396

2008 EBITDA	88,295
EV	935,706
EV/EBITDA	10.6

자료: DAUM IR Report, 자체 분석

¹ NHN, CJ인터넷, 엔씨소프트, 네오위즈, 네오위즈게임즈 의 평균 EV/EBITDA



변화하는 DAUM

DAUM이 변하고 있다

한메일과 카페 이후 한동안 Naver와 Cyworld에 밀려 주춤하던 DAUM이 UCC를 기반으로 변화하고 있다. UCC의 큰 호응과 함께 최근의 이재웅 CEO의 대표이사직 사임을 통해 단독 대표 체제로써 경영효율화를 기한 점 그리고 DAUM의 가장 큰 문제로 여겨져 왔던 부실한 자회사들 역시 非 핵심분야에 해당하는 것을 하나씩 정리해 나감으로써 DAUM의 핵심경쟁력으로 떠오른 UCC 에 최대한 힘을 실기 위한 준비를 해왔다.

문어발식 자회사의 정리

과거 문어발식 자회사확장

UCC 이전까지 메일과 카페 이후 특별한 핵심사업을 찾지 못하고 해맸던 Daum은 여러 분야에 문어발식으로 자회사를 늘려갔다. 2002년까지 10개였던 자회사가 2005년까지 계속 늘려가 최대 16개까지 늘어났었다. 그 분야는 음반 기획 및 매니지먼트, 국내외 일반 여행업, 온라인 인쿠르팅 사업, 인터넷 음악 서비스 제공 및 음반쇼핑몰 등 매우 다양했다.

부실한 자회사로 인한 적자

그러나 수많은 자회사들 대부분이 Portal과 시너지를 내지 못하고 오히려 Daum의 발목을 잡았다. 대부분의 자회사들의 당기 순이익이 적자를 냈으며, 특히 2003년 6월에 온라인 자동차 보험사업 진출을 위해 출자 설립한 'DAUM 다이렉트 자동차 보험'이나 해외진출을 염두에 두고 인수한 '라이코스' 등은 규모가 큰 만큼 그 손실도 컸다. 결국 이러한 자회사들의 부진으로 인해 2004년부터 당기순이익이 적자로 돌아섰다. 아래의 요약 손익계산서를 보면 2004년과 2005년 당기순이익이 적자인 것을 확인 할 수 있다. 그리고 그것이 영업외비용이 2003년 대비 2004년 눈에 띄게 증가했기 때문인 것을 볼 수 있다.

그리고 이는 영업외비용 중 지분법손실이 크게 증가했기 때문으로 아래의 손익계산서의 일부를 통해 알 수 있다.

자회사 정리와 흑자전환

그러나 2006년 UCC를 핵심사업으로 결정한 Daum은 UCC 사업과 함께 非 핵심분

표 2. DAUM의 지분법 이익 및 지분법 손실

계정과목명	단위	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12	2007/06
영업외수익(*)		17,362,451	2,384,053	2,479,801	6,001,712	6,350,338	18,507,632	18,356,512	2,566,400
지분법이익	천원						1,339,450	1,075,085	534,643
영업외비용(*)		10,504,409	30,334,478	13,161,428	14,244,491	53,957,495	78,960,091	25,557,163	14,215,381
지분법손실	천원	4,894,584	20,496,258	6,065,921	7,237,318	33,638,482	64,170,730	13,434,547	10,621,609

자료: DAUM 사업보고서



야의 자회사들을 하나씩 정리해 나갔으며, 2007년 10월 5일 현재 10개의 자회사만이 남아있다. 따라서 위의 손익계산서를 보면 알 수 있듯이 UCC의 선전과 함께 2006년과 2007년 상반기까지의 당기 순이익이 크게 개선되었다. 10개의 자회사 중 핵심사업에 해당하지 않으며 여전히 실적이 좋지 않은 자회사가 향후 정리될 경우 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 투어익스프레스의 경우, 보유지분 65.27% 중 55.27%를 매각하여 정리하였고 다음다이렉트보험의 경우 4분기 내에 독일 재보험회사 뮌헨리에서 65%를 1,100억원 정도에 인수하기로 하는 계약이 체결될 것으로 예상된다. 투어익스프레스와 다음다이렉트보험이 전체 지분법손실에서 차지하는 비중은 2006년 12월 31일 기준으로 38.92%에 달한다.

표 3. DAUM의 요약손익계산서

계정과목명	단위	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12	2007/06
매출액(*)	천원	225,226,874	141,427,552	183,391,544	202,501,031	197,091,055	99,530,560
매출원가(*)	천원	187,939,814	59,091,483	82,504,981	99,182,087	87,479,205	38,453,275
매출총이익(손실)	천원	37,287,060	82,336,069	100,886,562	103,318,944	109,611,849	61,077,286
판매비와관리비(*)	천원	22,058,592	44,767,781	65,247,888	64,746,114	73,570,975	39,540,260
영업이익(손실)	천원	15,228,468	37,568,288	35,638,675	38,572,831	36,040,874	21,537,025
영업외수익(*)	천원	2,479,801	6,001,712	6,350,338	18,507,632	18,356,512	2,566,400
영업외비용(*)	천원	13,161,428	14,244,491	53,957,495	78,960,091	25,557,163	14,215,381
이자비용	천원	4,247,097	2,193,511	4,257,535	9,980,070	7,578,225	2,741,544
법인세비용차감전(계속사업)손익	천원	4,546,841	29,325,509	(11,968,482)	(21,879,628)	28,840,223	9,888,044
(계속사업손익)법인세비용	천원	1,819,906	4,102,630	6,376,380	11,963,441	13,179,205	3,812,937
당기순이익(순손실)	천원	2,726,935	25,222,879	(18,344,862)	(33,843,069)	15,661,018	6,075,107

자료: DAUM 사업보고서

표 4. DAUM의 자회사 변화

Daum의 자회사 변화		
	2005년 12월 기준	2007년 현재 (10월 5일)
국내	주메조미디어	-
	주오이뮤직	-
	주투어익스프레스	-
	주다음소프트	-
	주제이와이피엔터테인먼트	-
	다음다이렉트자동차보험주	다음다이렉트 자동차보험주
	주나무커뮤니케이션	주나무커뮤니케이션
	주트윈클리틀스타	주트윈클리틀스타
	주다음온켓	주다음온켓
	주다음에프엔	주다음서비스 (구, 주다음에프엔)
	주컨텐츠플러그	주컨텐츠플러그
		주대성마이맥
해외	TAON Corp.	Lycos Japan Corp. (구, TAON Corp.)
	Daum International Corporation	Daum International Corporation
	Daum Asia Holding Corp	Daum Asia Holding Corp
	총 14개	총 10개

자료: DAUM 사업보고서

다음 검색의 강점?

Side Comment

검색트래픽의 증가

DAUM은 검색서비스 점유율 부분에서 10월 기준으로 16.4%를 차지하고 있다. 지식인 서비스를 앞세운 NHN이 70.3%의 점유율로 독보적인 1위를 지키고 있다는 점에서 DAUM의 검색 서비스는 아직 크게 뒤쳐져있는 부분임이 확실하다. 하지만 그럼에도 불구하고 네이버와는 다른 DAUM만의 서비스를 제공함으로써 7월보다 6%의 시장 점유율을 높였으며, 서서히 검색부분에서의 위치를 다져나가고 있다. 실제로 검색 트래픽이 증가하면서 검색광고 부분에서의 매출액 역시 빠르게 증가하는 추세에 있으며, 이번 3분기 실적에서도 검색광고가 전년동기비 53.4%, 전분기비 14.2% 증가하여 매출이 전년동기 대비 26.8% 증가하는 모습을 보였다. 그렇다면 다른 업체들과 차별화된 DAUM 검색 서비스의 강점이 어디에서 생겨날까?

방대한 자료 창고, DAUM 카페

DAUM은 '카페'라는 개념을 일상생활에 처음 끌어들이는 만큼, 카페에 있어서 충성도 높은 사용자와 방대한 자료들을 보유하고 있다. 큰 카페는 회원수가 300만 명에 이르며, 97년부터 만들어진 630만개가 넘는 카페의 DB에는 25억 개의 자료가 존재한다. 더구나 이러한 기존 자료들에 더하여 하루 평균 300만건의 새로운 콘텐츠가 생겨나고 있다.

DAUM 카페의 가장 큰 경쟁력은 한 분야에 관심 있는 사람들이 모여, 더 깊이 있는 자료를 공유할 수 있다는 점이다. 예를 들어 노트북에 대한 정보를 얻고자 할 때, 네이버 지식인은 개별 질문에 대한 답변들로 방대한 내용들이 흩어져서 존재한다면, DAUM 카페는 구매부터 사용후기에 이르기까지 관심자들의 깊이 있고 총괄적인 정보를 제공할 수 있는 것이다. 갈수록 정보의 질에 대한 측면이 중시되는 만큼 DAUM 카페에 축적된 자료는 큰 경쟁력이라 할 수 있으며, 사용자들의 이용 깊이 측면에서도 훨씬 높은 페이지뷰와 5배 이상의 긴 체류시간을 보이고 있다.

그림 1. 검색광고 시장 점유율

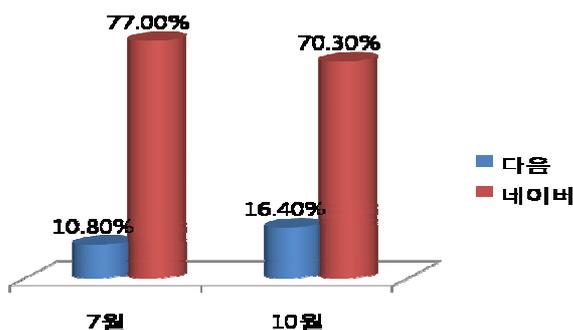


그림 2.



자료: 코리안 클릭,

자료:

따라서 DAUM에서는 이러한 카페의 강점을 검색 서비스로 연결시키고자 2년 전부터 카페의 자료들을 검색에 연동시키기 시작하였다. 그 결과 현재는 8천만개의 카페 콘텐츠가 검색으로 인해 노출되고 있으며, 검색엔진 업그레이드를 통해 연말까지 5억개의 콘텐츠를 노출시키고자 하고 있다.

다음과 구글의 만남

이런 데이터를 사용자가 편하게 이용할 수 있게 관리하려면 체계적인 DB 구축이 필수적인데 DAUM은 이것을 구글과의 계약으로 이루어 냈다. 구글의 세계적인 대용량 검색처리 기술로 검색엔진을 강화시킴으로써 10년 넘게 쌓아온 카페의 정보를 검색서비스에 안정적으로 연동시킬 수 있게 된 것이다.

다음은 지난 12월에 기존 파트너였던 오버추어와의 계약을 앞두고 구글로 파트너를 변경하였는데, 이것은 검색의 질적 측면에서 큰 강점을 가질 수 있다. 현재 오버추어가 국내 CPC광고시장의 90% 이상을 차지하고 있으며, 사실 구글은 세계적인 검색업체라는 이름답지 않게 국내에서는 점유율이 크지 않다. 오버추어의 광고주 파워가 구글보다 강력하기 때문인 것으로 보인다.

그러나 구글은 세계적인 검색업체답게 검색의 질에서 오버추어를 압도한다. 다음에 적용된 구글의 '애드센스'는 검색 결과의 게재 순위 선정 방식으로 광고비뿐만 아니라 실제 클릭률, 구매 전환율 등 다양한 요소를 결합, 검색어와의 관련성과 정보의 질이 높은 순서대로 게재되는 시스템이다. 그에 반해 오버추어는 광고비로만 순위를 매긴다. 따라서 다음 사용자들은 오버추어와 계약하는 다른 포털과는 차별화된, 검색 의도와 연관성이 높은 결과를 얻을 수 있게 되는 것이다.

UCC 로 인한 검색 쿼리의 유입

DAUM이 UCC부문에 역량을 강화하는 것은 방문자 수 증가로 인한 디스플레이 광고 증대에도 그 효과가 있지만, 검색부문에 있어서도 큰 강점이 된다. 따라서 DAUM에서는 동영상 UCC를 기존의 콘텐츠들과 마찬가지로 검색으로 연계시키고자 많은 노력을 기울이고 있는데 그 중 하나가 생활의 노하우를 전달하는 노하우 TV팟을 제공하는 것이다. 노하우 TV팟은 네이버의 지식인 서비스와 마찬가지로 사용자들의 자발적인 참여에 의해 질문과 답변을 공유하는 구조로 되어있다. 단 이것이 네이버와 다른 점은 모든 답변이 동영상 UCC로 이루어진다는 점이다. 현재 이러한 노하우 TV팟은 아직까지 응답자의 비율이 적어 큰 호응을 얻지 못하고 있지만, 향후 UCC 동영상이 더욱 일반화 된다면 사용자들에게 더욱 유용한 정보를 제공해 줄 수 있기 때문에 검색쿼리를 크게 증가시킬 여지가 있다.

동영상 UCC는 앞서 말한 두 가지 부분, 즉 카페를 기반으로 한 기존 콘텐츠들과



구글의 기술력이 잘 융합되어야 더욱 효과적으로 검색 서비스에 이용될 수 있다. 기존의 방대한 자료들과 계속해서 DAUM을 사용하는 충성도 높은 카페 방문자들을 기반으로 해서 더욱 다양하고 전문적인 동영상 UCC들을 보유할 수 있게 되면, 그리고 이것이 안정적인 검색 엔진으로써 잘 보유하고 검색될 수 있다면, 다음만의 특별한 검색서비스로 발전할 수 있는 것이다.

현재 네이버가 검색 부분에 있어서 독보적인 위치를 가지고 있는 만큼 네이버와 똑 같은 콘텐츠로는 절대 그 차이를 좁힐 수 없을 것이다. 하지만 네이버를 이용하는 사람 중에서 92.7%가 다음을 이용한다는 점에서, DAUM이 네이버와는 다른 검색 서비스로서 거듭날 수 있다면 그 동안 취약했던 검색부분 역시도 DAUM의 강점으로 부각될 수 있을 것이다.

Valuation 및 결론

앞서 기술한 바와 같이 다음은 인터넷 포털 산업 내에서 그 입지에 비해 저평가 되어 있으나, 향후 검색광고시장의 성장과 더불어 그 성장을 지속해 나갈 수 있을 것으로 보인다. 실제 3분기 검색광고의 성장을 바탕으로 한 DAUM 실적치의 성장은 DAUM의 향후 성장 가능성을 밝게 하는 단초로 볼 수 있을 것이다. 물론, 고비용 사업인 UCC의 불확실성으로 인한 수익구조의 불확실성이 존재하나, UCC 기반의 사업모델의 전환 이후 검색광고에서의 매출 증가세가 확연히 드러나는 점과 Google과의 협약으로 인해 CPC 검색광고 매출에서 2009년까지 매년 700억원의 보조금을 지원받는 점으로 미루어 볼 때, 이러한 성장은 2008년까지는 지속될 것으로 보이며, 3분기의 실적이 이러한 Research 1 Team의 실적예상을 훨씬 상회하는 모습을 보인 점을 볼 때, 2008년 EBITDA를 922억원 수준으로 책정하는 데는 무리가 없다고 생각한다. 또한 향후 인터넷 산업의 높은 성장성을 감안할 때, 2008년 현재 인터넷 산업의 EV/EBITDA 평균인 15를 적용시킬 수 있으리라 생각한다. 그러나 다음의 자회사가 지속적인 손실을 내고 있으며 이에 따른 지분법 손실이 지속될 경우 시장의 평가는 평균보다 낮게 책정될 수 있으며 이에 따라 EV/EBITDA를 10% 정도 할인하여 13.5 수준의 EV/EBITDA를 적용하도록 한다. 이에 따른 다음의 주가를 목표주가 94,460원, 기대 수익률 기대수익률 26.6%로 산정한다. 향후 다음다이렉트보험 및 라이코스 등 자회사의 정리와 UCC의 활성화로 인한 다음에 대한 재평가가 이루어질 경우 현재의 산업평균인 15 수준 혹은 이를 상회하는 평가를 받을 수 있으리라 생각하며, 이에 따라 BUY를 추천한다.

표 7. DAUM의 EBITDA 추정 및 EV/EBITDA 산출

	2006.09	2006.12	2007.03	2007.06	2007.09	2007.12(E)	2008.03(E)	2008.06(E)	2008.09(E)	2008.12(E)
매출액	47,442	50,472	52,313	55,751	59,669	62,379	66,760	71,360	76,479	82,176
디스플레이 광고	18,498	21,887	19,280	21,397	21,953	22,283	23,243	23,975	24,730	25,508
검색광고	18,316	18,052	22,808	24,608	28,102	30,719	34,360	38,432	42,987	48,081
거래형 서비스	4,754	4,627	5,041	4,753	4,881	4,921	4,960	5,000	5,040	5,081
기타 매출	5,874	5,906	5,184	4,993	4,732	4,457	4,197	3,953	3,723	3,506
매출원가	18,176	17,818	18,681	19,564	21,481	22,509	23,848	25,491	27,442	29,486
판매비	19,514	24,628	20,759	28,805	25,061	27,856	29,812	31,866	34,152	36,696
매출원가율	38%	35%	36%	35%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
판매비/매출액	41%	49%	40%	52%	42%	45%	45%	45%	45%	45%
영업이익	9,752	8,026	12,873	7,382	13,053	12,015	13,101	14,003	14,885	15,994
EBITDA	14,950	13,513	18,272	12,745	18,649	19,112	20,838	22,274	23,677	25,441

(단위:천원, 주)

EV/EBITDA	13.5	15
EV	1,245,108,355	1,383,453,728
순차입금	35,400,357	35,400,357
시가총액	1,209,707,998	1,348,053,371
유통주식수	12,806,623	12,806,623
목표주가	94,460	105,262
현재주가	74,600	74,600
기대수익률	26.6%	41.1%

2008 EBITDA	92,230
EV	935,706
EV/EBITDA	10.1



자료: DAUM IR Report, 자체 분석

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

