



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	160,000 원
현재주가	130,000 원

컨센서스 대비 (3Q21P 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

**Stock Data**

KOSPI (11/4)	2,983.22pt
시가총액	578,970 억원
발행주식수	445,361 천주
52 주 최고가/최저가	169,500 / 67,500 원
90 일 일평균거래대금	5,151.70 억원
외국인 지분율	30.5%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	20,424 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 12.8%
	6개월 17.8%
	12개월 53.6%
주주구성	김범수 외 65 인 24.2%
	국민연금공단 7.4%
	Maximo Pte. Ltd 6.3%

**Stock Price**

# 카카오 (035720)

## 규제 영향 Peak Out. 3Q21 실적 실질적 대호조

### 3Q21 영업실적은 매출 QoQ 대호조, OP QoQ도 실질적으로 대호조

3Q21 연결영업실적은 매출 17,408억원(yoy 58.2%, qoq 28.7%), 영업이익 1,682억원(yoy 39.9%, qoq 3.4%)으로서 yoy, qoq 모두 호조였다. 이는 6/29 론칭하여 슈퍼히트를 시현 중인 [오딘 한국] 매출의 3개월 Fully 반영 효과에 따른 것이다.

3Q21 영업실적은 당사 종전 전망치 대비 매출은 부합했으나 영업이익은 미달했는데 이는 [오딘 한국] 관련 개발사(라이온하트스튜디오) 로열티 수수료 비용과 외주/인프라 비용(매출 비연동 지급수수료 및 콘텐츠 수수료, 외주비용, 통신비/CDN 비용 등)이 예상을 초과했기 때문이다.

3Q21 매출이 qoq 28.7% 대폭 증가했음에도 영업이익은 qoq 3.4%에 그친 주 원인은 [오딘 한국]의 개발사 수수료율에 따른 것으로 판단된다. 즉, [오딘 한국]의 개발사 수수료율이 일반적인 RS 비율 수준 정도였다면 동사의 3Q21 연결영업실적은 훨씬 더 좋았을 것이다. [오딘] 개발사 라이온하트는 동사의 연결대상 자회사인 카카오게임즈가 21.58% 지분을 보유하고 있는 상태에서 30% 정도 지분을 추가 취득할 수 있는 콜옵션 조항이 있어 사실상 카카오게임즈의 잠재적인 연결대상 자회사이기 때문에 라이온하트에 대한 개발사 로열티 수수료율이 일반적인 개발사 RS 비율보다 훨씬 높음에 따른 동사 연결영업이익 감소 영향은 실질적인 이익 감소가 아니라 판단한다. 실제 카카오게임즈는 11/1 라이온하트에 대해 콜옵션 행사로 지분을 30.37% 취득하여 총 51.95%의 지분을으로써 연결대상 자회사로 편입하기로 결정했다고 공시했다.

### 중장기 상승 잠재력 유효. 규제 이슈도 주가 영향 측면에선 Peak Out

플랫폼 사업의 성장잠재력 및 전세계적인 방향성은 확고부동하며 대표적인 종합 플랫폼 업체인 동사의 주가는 중장기적으로 상당수준의 추가 상승 잠재력을 보유하고 있다고 판단한다. 그리고, 플랫폼 사업 규제 관련 영향의 경우에도 규제 이슈 자체는 좀 더 이어질 수도 있겠으나 주가에 대한 영향은 Peak Out 했다고 판단한다.

목표주가는 15만원에서 16만원으로 6.7% 상향하고 Buy 의견을 유지한다. 목표주가 상향은 1) 다소의 실적 전망치 상향, 2) 카카오게임즈의 라이온하트스튜디오 연결 편입 시 이익 상승 효과 감안, 3) 카카오페이 가치 기여분 상승(상장 후 현재시총 기준 밸류에이션이 종전 자체평가 가치보다 높음), 4) 두나무 SOTP 밸류에이션 신규 반영 등에 따른 것이다.

두나무의 경우 올해 내내 일평균 거래대금이 10조원 이상이라 2021년 거래대금은 최소한 4,000조원 또는 그 이상이 가능할 것으로 예상되고 있다. 이 경우 거래수수료를 Range(0.05-0.139%)의 하단을 적용해도 2021년 영업이익은 3-4조원은 가능한 것으로 산출된다. [매수, 매도 모두 거래세 수취하므로 (4,000조원 x 2) x 0.05%]. 참고로 1H21 실적은 매출 2.2조원, 영업이익 1.9조원 정도로 추산된다. NAVER, 카카오의 올해 연결영업이익을 각각 1.35조원, 0.66조원 정도로 전망하고 있는데 두나무 올해 영업이익 3-4조원 정도로 예상되고 있으니 놀라울 따름이다. 다만, 가상화폐 시장은 향후 규제 이슈 등에 따라서 시장 변동성이 크다는 점은 감안해야 한다. 참고로 두나무는 장외 거래가격 기준으로 시가총액 17조원 정도가 형성되어 있다.

## 3Q21 영업실적 Review

표1 3Q21 영업실적 Review

(억원, %)	3Q20	2Q21	3Q21E	3Q21P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
<b>매출액</b>	<b>11,004</b>	<b>13,522</b>	<b>17,280</b>	<b>17,408</b>	<b>58.2</b>	<b>28.7</b>	<b>0.7</b>
플랫폼부문	5,785	7,618	8,227	7,787	34.6	2.2	-5.3
특비즈	2,925	3,905	4,213	4,049	38.4	3.7	-3.9
포털비즈	1,212	1,251	1,208	1,192	-1.6	-4.8	-1.3
플랫폼 기타	1,649	2,462	2,806	2,547	54.5	3.5	-9.3
콘텐츠부문	5,219	5,904	9,053	9,621	84.3	62.9	6.3
게임	1,504	1,286	4,242	4,631	208.0	260.2	9.2
뮤직	1,820	1,881	1,920	1,971	8.3	4.8	2.6
스토리	1,484	1,864	1,986	2,187	47.4	17.4	10.1
미디어	411	874	905	831	102.1	-4.9	-8.1
<b>영업비용</b>	<b>9,802</b>	<b>11,896</b>	<b>15,393</b>	<b>15,726</b>	<b>60.4</b>	<b>32.2</b>	<b>2.2</b>
인건비	2,393	3,010	3,236	3,072	28.4	2.0	-5.1
매출연동비	4,637	5,303	7,845	8,058	73.8	52.0	2.7
외주/인프라	1,139	1,649	1,752	1,978	73.7	19.9	12.9
마케팅비	763	911	1,469	1,481	94.2	62.5	0.8
상각비	668	788	837	891	33.4	13.0	6.4
기타	203	234	254	247	21.8	5.4	-2.8
<b>영업이익</b>	<b>1,202</b>	<b>1,626</b>	<b>1,887</b>	<b>1,682</b>	<b>39.9</b>	<b>3.4</b>	<b>-10.9</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>10.9</b>	<b>12.0</b>	<b>10.9</b>	<b>9.7</b>	<b>1.2%P ↓</b>	<b>2.3%P ↓</b>	<b>1.2%P ↓</b>

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 3Q21E는 당사 종전 전망치, 3Q21P는 회사측 발표 가결산 실적

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q21 영업실적 전망치 비교(컨센서스 및 당사 전망치 대비)

(억원, %)	3Q21E(당사 종전)	3Q21E(컨센서스)	3Q21P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	17,280	16,435	17,408	0.7	5.9
영업이익	1,887	2,216	1,682	-10.9	-24.1
<b>영업이익률(%)</b>	<b>10.9</b>	<b>13.5</b>	<b>9.7</b>	<b>1.2%P ↓</b>	<b>3.8%P ↓</b>

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

## 실적전망

표3 카카오 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
<b>매출액</b>	<b>8,684</b>	<b>9,529</b>	<b>11,004</b>	<b>12,351</b>	<b>12,580</b>	<b>13,522</b>	<b>17,408</b>	<b>18,343</b>	<b>18,316</b>	<b>19,586</b>	<b>20,831</b>	<b>22,586</b>
플랫폼부문	4,721	5,166	5,785	6,807	6,955	7,618	7,787	9,034	9,198	9,976	10,538	11,884
특비즈	2,339	2,572	2,925	3,654	3,736	3,905	4,049	4,873	4,931	5,116	5,282	6,134
포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,227	1,175	1,251	1,192	1,277	1,226	1,290	1,250	1,328
플랫폼 기타	1,216	1,419	1,649	1,926	2,045	2,462	2,547	2,883	3,041	3,571	4,006	4,423
콘텐츠부문	3,963	4,363	5,219	5,544	5,624	5,904	9,621	9,310	9,118	9,609	10,293	10,702
게임	968	1,075	1,504	1,408	1,303	1,286	4,631	3,977	3,561	3,787	4,082	4,108
뮤직	1,692	1,687	1,820	1,855	1,846	1,881	1,971	1,999	1,975	2,006	2,091	2,114
스토리	970	1,190	1,484	1,636	1,747	1,864	2,187	2,366	2,568	2,715	3,066	3,287
미디어	333	412	411	646	729	874	831	968	1,015	1,101	1,055	1,194
<b>영업비용</b>	<b>7,802</b>	<b>8,551</b>	<b>9,802</b>	<b>10,855</b>	<b>11,004</b>	<b>11,896</b>	<b>15,726</b>	<b>16,593</b>	<b>16,082</b>	<b>16,946</b>	<b>17,715</b>	<b>19,636</b>
인건비	1,987	2,165	2,393	2,657	2,929	3,010	3,072	3,364	3,475	3,402	3,545	3,821
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,915	4,930	5,303	8,058	8,144	7,894	8,343	8,770	9,554
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,445	1,649	1,978	2,225	2,150	2,386	2,505	2,969
마케팅비	299	385	763	875	672	911	1,481	1,614	1,273	1,469	1,479	1,762
상각비	587	616	668	782	792	788	891	957	983	1,015	1,069	1,136
기타	191	223	203	174	236	234	247	288	307	331	347	395
<b>영업이익</b>	<b>882</b>	<b>978</b>	<b>1,202</b>	<b>1,497</b>	<b>1,575</b>	<b>1,626</b>	<b>1,682</b>	<b>1,751</b>	<b>2,234</b>	<b>2,640</b>	<b>3,116</b>	<b>2,950</b>
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.0	9.7	9.5	12.2	13.5	15.0	13.1
<b>순이익</b>	<b>799</b>	<b>1,452</b>	<b>1,437</b>	<b>-1,955</b>	<b>2,399</b>	<b>3,159</b>	<b>8,663</b>	<b>1,855</b>	<b>2,115</b>	<b>2,247</b>	<b>2,691</b>	<b>2,615</b>
순이익률(%)	9.2	15.2	13.1	-15.8	19.1	23.4	49.8	10.1	11.5	11.5	12.9	11.6
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>775</b>	<b>1,398</b>	<b>1,275</b>	<b>-1,891</b>	<b>2,245</b>	<b>3,117</b>	<b>7,791</b>	<b>1,677</b>	<b>1,922</b>	<b>2,053</b>	<b>2,466</b>	<b>2,381</b>
순이익 대비 비중(%)	96.9	96.2	88.7	96.7	93.6	98.7	89.9	90.4	90.9	91.3	91.6	91.1
<b>qoq(%)</b>												
매출액	2.5	9.7	15.5	12.2	1.8	7.5	28.7	5.4	-0.1	6.9	6.4	8.4
영업이익	10.8	10.8	23.0	24.5	5.3	3.2	3.4	4.1	27.6	18.1	18.0	-5.3
순이익	흑전	80.4	-8.8	적전	흑전	38.8	150.0	-78.5	14.6	6.8	20.1	-3.4
<b>yoy(%)</b>												
매출액	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	41.9	58.2	48.5	45.6	44.8	19.7	23.1
영업이익	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	66.3	39.9	17.0	41.8	62.4	85.3	68.5
순이익	181.6	260.4	128.9	적지	189.9	123.0	511.0	흑전	-14.4	-34.1	-68.4	42.0
<b>종전 대비 변경률(%)</b>												
매출액							0.7	0.2	0.1	0.4	0.4	0.2
영업이익							-10.9	-6.1	-3.1	-2.5	-2.0	-3.3
순이익							359.6	8.0	5.7	2.5	3.2	5.8

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 연결대상 자회사 카카오게임즈의 라이온하트스튜디오에 대한 물음선 행사 후 연결편입에 따른 이익 변화는 아직 미반영 (연결편입 시기가 미정이므로)

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 카카오 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>30,701</b>	<b>41,568</b>	<b>61,853</b>	<b>81,320</b>	<b>98,375</b>
플랫폼부문	15,161	22,479	31,394	41,597	52,271
특비즈	6,763	11,490	16,562	21,462	26,159
포털비즈	5,236	4,780	4,895	5,094	5,282
플랫폼 기타	3,162	6,210	9,936	15,041	20,830
콘텐츠부문	15,540	19,089	30,459	39,723	46,104
게임	3,974	4,955	11,196	15,538	17,263
뮤직	6,628	7,053	7,696	8,185	8,630
스토리	2,972	5,280	8,163	11,635	14,929
미디어	1,966	1,801	3,403	4,365	5,282
영업비용	28,633	37,010	55,219	70,379	84,760
인건비	7,015	9,202	12,375	14,242	16,447
매출연동비	13,680	17,464	26,435	34,562	41,400
외주/인프라	3,601	4,577	7,297	10,009	13,102
마케팅비	1,512	2,323	4,678	5,983	7,050
상각비	2,206	2,653	3,427	4,203	4,918
기타	618	791	1,005	1,380	1,842
<b>영업이익</b>	<b>2,068</b>	<b>4,559</b>	<b>6,634</b>	<b>10,941</b>	<b>13,615</b>
영업이익률(%)	6.7	11.0	10.7	13.5	13.8
<b>순이익</b>	<b>-3,419</b>	<b>1,734</b>	<b>16,076</b>	<b>9,668</b>	<b>11,602</b>
순이익률(%)	-11.1	4.2	26.0	11.9	11.8
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>-3,010</b>	<b>1,556</b>	<b>14,830</b>	<b>8,821</b>	<b>10,532</b>
순이익 대비 비중(%)	88.0	89.8	92.2	91.2	90.8
<b>EPS</b>	<b>-793</b>	<b>392</b>	<b>3,610</b>	<b>2,171</b>	<b>2,605</b>
<b>지배주주 EPS</b>	<b>-698</b>	<b>352</b>	<b>3,330</b>	<b>1,981</b>	<b>2,365</b>
<b>yoy(%)</b>					
매출액	27.0	35.4	48.8	31.5	21.0
영업이익	183.5	120.4	45.5	64.9	24.4
순이익	적전	흑전	852.9	-40.5	19.4
EPS	적전	흑전	852.9	-40.5	19.4
<b>종전 대비 변경률(%)</b>					
매출액			0.3	0.3	0.3
영업이익			-4.6	-2.7	-1.2
순이익			72.2	4.3	5.3
EPS			72.1	4.2	5.2

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 연결대상 자회사 카카오게임즈의 라이온하트스튜디오에 대한 콜옵션 행사 후 연결편입에 따른 이익 변화는 아직 미반영 (연결편입 시기가 미정이므로)

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

## Valuation

표5 카카오페이 Valuation\_ 결제/송금 중심 주요 TechFin 잠재가치 밸류에이션 참조

구분		카카오페이	네이버페이
MAU		1,900만	1,400만
가맹점	온라인	4만	52만
	오프라인	57만 (온오프 모두 중대형몰은 대부분 가맹)	110만 (제로페이 제휴 가맹점 96.5만) (예약/테이블오더 13.5만)
거래액		2019년 48.4조원(YoY 138%) 2020년 66.9조원(YoY 38%) (1Q20 14.3조원, YoY 35%) (2Q20 14.8조원, YoY 31%) (3Q20 17.9조원, YoY 39%) (4Q20 19.9조원, YoY 47%) (1Q21 21.8조원, YoY 52%) (2Q21 24.5조원, YoY 65%) (3Q21 25.2조원, YoY 41%) (송금액 비중 80% 이상에서 2020년 70% 중후반대로 축소) (온라인결제, 금융서비스 폭발적 성장세)	2019년 16.2조원(YoY 42%) 2020년 25.9조원(YoY 60%) (1Q20 5.2조원, YoY 49%) (2Q20 6.1조원, YoY 56%) (3Q20 6.8조원, YoY 62%) (4Q20 7.8조원, YoY 70%) (1Q21 8.4조원, YoY 62%) (2Q21 9.1조원, YoY 49%) (3Q21 9.8조원, YoY 44%) (대부분 온라인결제액) (코로나 19 수혜로 온라인결제 폭발적 성장세)
최신 시장평가 가치 (전체가치 기준)		2021.11.03 코스피 상장 / 확정공모가 90,000원은 상장 후 주식수 기준 시가총액 11.7조원 / 11/4 증가 169,000원, 시총 22.0조원	2020년 1월 미래에셋 4개 계열사 편당 시 전체가치 기준 26,643억원 (편당액 7,993억원, 지분율 30%) (2019년 16.2조원 x Multiple 0.16배)
당사 시뮬레이션 평가가치 (전체가치 기준)		22.0조원 (11/4 증가 기준 시가총액) (2021E 거래액 100조원 x Multiple 0.22배)	20.8조원 (2021E 거래액 38.5조원 x Multiple 0.54배)
주요 주주		카카오: 47.8% (상장 전 55.0% → 상장 후 47.8%) 알리페이 싱가포르 홀딩스: 39.1% (상장 전 45.0% → 상장 후 39.1%)	NAVER: 70% 미래에셋대우: 30%
각사 가치 기여		카카오 가치 기여 6.3136조원 [22.0조원 × 47.83% × (1-40%)] * 40% DC (상장 감안)	NAVER 가치 기여 10.192조원 [20.8조원 × 70% × (1-30%)] * 30% DC (비상장 감안)

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 카카오커머스 Valuation

(억원, 배, %)	2020년 거래액	적용 Multiple	시가총액
쿠팡	210,000	3.37	708,116
NAVER 커머스 부문	280,000	0.69	194,496
쿠팡 대비 Discount Rate		79.4%	
<b>카카오커머스</b>	<b>56,370</b>	<b>1.13</b>	<b>63,676</b>
쿠팡 대비 Discount Rate		66.5%	

주: 쿠팡 시가총액은 21.11.03 기준 목표주가 : 현재주가 시총 = 40 : 60 가중평균

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 카카오 주요 자회사 편딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션 1

자회사	지분율	편딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션	시장평가 가치 (억원)	자체평가 가치 (억원)	카카오 가치귀속 (억원)	비고
카카오 게임즈	45.19%			93,318	25,316	자체 TP 기준 시총 적용 & 상장 자회사 가치 DC 40%
카카오 엔터테 인먼트	68.37%	<p><b>카카오페이지, 카카오엠 합병 전:</b></p> <p>카카오페이지: IPO 주간사 평가가치는 4~5조원, 시장 잠재 평가가치 5조원 / 당사 자체 평가가치는 시장 평가가치를 70% 할증한 8.5조원</p> <p>카카오엠: 2020년 3월말 2,100억원 투자 유치. 100% 환산 시 1.7조원 가치 환산, 시장 잠재 평가가치 2조원 / 당사 자체 평가가치는 시장 평가가치를 70% 할증한 3.4조원</p> <p><b>카카오페이지, 카카오엠 합병 후:</b></p> <p>카카오엔터테인먼트에 대한 동사 지분율은 68.37% / 카카오엔터테인먼트 가치는 합병 전 카카오페이지 가치 8.5조원, 카카오엠 가치 3.4조원의 합산 11.9조원을 40% 추가 할증한 16.66조원으로 자체평가함(페이지의 웹툰, 웹소설 IP와 엠의 드라마, 영화 제작간 OSMU IP 교류 시너지는 양사 합병을 통해 더욱 제고 전망) / 카카오 가치귀속 7.9733조원(지분율 68.37%, 자회사 가치 DC 30%) / 한때 카카오엔터테인먼트 뉴욕시장 상장 시 공모가 기준 20조원 평가 가능하다는 언론보도도 있었음</p> <p>카카오페이지 2020년 영업실적(매출 3,591억원, 영업이익 407억원, OPM 11.3%). 카카오엠 2020년 영업실적(매출 4,647억원, 영업이익 160억원, OPM 3.4%) → 카카오페이지 자체적으로도 매출 고성장 추이 지속. 카카오엠도 자체적으로도 매출 고성장 추이 지속 / 2020년 양사 합산 영업실적은 매출 8,238억원, 영업이익 567억원, OPM 6.9% / 합병 시 매출 시너지뿐만 아니라 영상제작 내재화 등으로 수익성 개선 효과도 기대. 따라서, 카카오엔터테인먼트 2021년 영업실적은 매출 1조원 이상, OPM 10%대, 영업이익 1,000억원대 예상</p> <p>북미 웹툰 3위 업체 타파스 미디어 지분 44.4% 확보 / 북미 웹소설 플랫폼 래디쉬 지분 추가 투자 예정(2020년 7월 322억원 투자하여 12% 지분 보유 중). 네이버가 6,500억원으로 인수한 왓패드는 글로벌 MAU 9,000만명으로서 MAU 기준 글로벌 웹소설 1위 플랫폼. 무료 서비스 중심. 래디쉬는 유료 서비스 중심이라 매출 가파른 성장 추이(2019년 22억원에서 2020년 230억원으로 10배 이상 급증)</p>		166,600	79,733	자체평가는 각각 시장 평가 가치 대비 70% 할증한 카카오페이지, 카카오엠 가치 합산액에 대해 40% 추가 할증(합병 후 시너지 감안) & 자회사 가치 DC 30%

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 카카오 주요 자회사 펀딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션 2

자회사	지분율	펀딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션	시장평가 가치 (억원)	자체평가 가치 (억원)	카카오 가치귀속 (억원)	비고
픽코마 (카카오 재팬)	92.04%	<p><b>픽코마 거래액 추이:</b> 2018년은 517억원으로서 카카오페이지 2,383억원의 21.7% → 2019년은 1,220억원으로서 카카오페이지 3,080억원의 39.6% → 2020년은 4,136억원으로서 카카오페이지 3,558억원의 116.2%. ※ 카카오페이지 거래액은 플랫폼 거래액 외 일본, 미국, 중국 등 글로벌 IP 유통 거래액 포함 VS 픽코마 거래액은 플랫폼 거래액 Only</p> <p><b>거래액 yoy 추이 비교:</b> 카카오페이지 2019년 29.2%, 2020년 15.5% vs 픽코마 2019년 136.0%, 2020년 238.9% → 픽코마 거래액 성장성이 카카오페이지 성장성보다 훨씬 높음</p> <p><b>2021년 거래액 목표 비교:</b> 카카오페이지 7,000억원(플랫폼 거래액 외 일본, 미국, 중국 등 글로벌 IP 유통 거래액 포함) vs 픽코마 거래액 1조원 이상(플랫폼 거래액 Only) → 올해 거래액 목표치도 픽코마가 카카오페이지보다 훨씬 큼</p> <p><b>OPM 추이 비교:</b> 카카오페이지 2019년 11.9%, 2020년 12.1% VS 픽코마 2019년 적자(But, 4Q19 흑전), 2020년 한 자릿수 흑전 → 수익성은 카카오페이지가 픽코마보다 우위</p> <p><b>픽코마 가치 시뮬레이션:</b> 픽코마는 합병 전 카카오페이지 대비 수익성은 열위이나 성장성은 훨씬 우위. 따라서, 픽코마 가치는 합병 전 카카오페이지 자체 평가 가치 8.5조원의 180% 적용한 15.3조원</p> <p><b>픽코마 동사 가치 귀속분:</b> 카카오재팬 지분율은 카카오 78.44%, 합병 후 카카오엔터테인먼트 19.9%. 따라서, 카카오 지배력은 <math>78.44\% + (19.9\% \times 68.71\%) = 92.04\%</math>. 따라서, 픽코마 가치의 카카오 가치 귀속분은 14.08조원</p>		153,000	98,575	픽코마 자체평가는 카카오페이지 자체평가의 180% 적용 & 자회사 가치 DC 30%

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 카카오 주요 자회사 펀딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션 3

자회사	지분율	펀딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션	시장평가 가치 (억원)	자체평가 가치 (억원)	카카오 가치귀속 (억원)	비고
카카오 모빌리티	63.32%	2017년 6월 TPG(Texas Pacific Group)가 지분 30.7%에 5,000억원 투자. 이는 전체가치 환산 시 16,287억원  2021년 3월 칼라일 펀드로부터 지분 6.69%에 2,199억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.29조원 정도  2021년 4월 구글로부터 지분 1.69%에 565억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.35조원 정도  2021년 3~4월 두 차례의 펀딩 시 평가가치는 3.3조원 내외. 투자자들은 카카오모빌리티의 미래 잠재가치를 그들의 투자단가보다 훨씬 크게 평가했을 것임. 당사에서는 카카오모빌리티 잠재가치를 최근의 시장 펀딩 레퍼런스 가치 3.35조원 대비 2.8배 할증한 9.38조원으로 평가함  택시(티블루, 티벤티) 잠재력 감안 시 2017년 6월 펀딩 시에 비해 지금은 가치 대폭 제고, 7조원 이상 가능 판단		93,800	41,576	자체평가는 최근 시장 펀딩 레퍼런스 가치 대비 2.8배 할증 & 자회사 가치 DC 30%
카카오 페이	상장 후 47.83%	11/4 종가 기준 시가총액 22.0조원 ▷ 2021E 거래액 100조원 x Multiple 0.22배	220,320	220,320	63,227	자체평가 가치 현재시총 준용 & 상장 자회사 가치 DC 40%
카카오 뱅크	상장 후 27.26%	11/4 종가 기준 시가총액 28.5조원 ▷ 2021E 거래액(수신액) 30조원 X 0.95배 ▷ 네이버페이 산정 가치 20.8조원은 2021E 거래액 38.5조원 X Multiple 0.54배. 카카오뱅크는 네이버페이 적용 Multiple 대비 76% 프리미엄	285,060	285,060	46,625	자체평가 가치 현재시총 준용 & 상장 자회사 가치 DC 40%
커머스 부문		쿠팡 현재 시총 62.49조원, 목표주가 기준 시총 83.3조원. 이를 각각 60 : 40으로 가중 평균한 평가가치는 70.8조원이며 이는 2020년 거래액 대비 Multiple 3.37배  2020년 거래액 대비 Multiple은 국가/시장 디스카운트 감안하여 쿠팡 대비 네이버 커머스 부문은 79.4%, 카카오 커머스 부문은 66.5% 디스카운트(최근 몇 년간 거래액 규모는 카카오 커머스 부문이 네이버 커머스 부문 대비 열위였으나 성장성은 카카오 커머스 부문이 우위였다는 점을 감안하여 쿠팡 대비 Multiple DC는 네이버 커머스 부문보다 카카오 커머스 부문을 더 작게 적용) → 카카오 커머스 부문 자체 평가가치는 2020년 거래액 추산액 5.6조원에 쿠팡 대비 66.5% 할인한 1.13배를 적용한 6.37조원으로 평가함		63,676	63,676	자체평가 6.37조원 (2020년 거래액 5.6조원 X Multiple 1.13배) & 합병 후 자체 사업부로 편입, 가치 DC 없음
두나무	7.7%	2021년 일평균 거래대금 10조원 이상. 2021년 거래대금 4,000조원 내외 예상. 거래수수료를 Range(0.05~0.139%)의 하단을 적용해도 2021년 영업이익은 3~4조원[매수, 매도 모두 거래세 수취하므로 (4,000조원 x 2) x 0.05%]. cf) 1H21 실적은 매출 2.2조원, 영업이익 1.9조원 정도 추산 / 장외가 기준 시총 17.07조원. 동사 지분율 7.7%, 30% DC 시 동사 가치 기여 9,203억원	170,736	170,736	9,203	자체평가 가치 장외시총 준용 & 자회사 가치 DC 30%

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터



표10 카카오 SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022E 지배주주 EPS (원)	적용 PER (배)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)
카카오 가치	1,981	80.8	160,000	712,578
조정이익 가치	1,501	42.6	63,914	284,647
카카오게임즈 가치 기여				25,316
카카오엔터테인먼트 가치 기여				79,733
픽코마 가치 기여				98,575
카카오모빌리티 가치 기여				41,576
카카오페이 가치 기여				63,227
카카오뱅크 가치 기여				46,625
커머스 부문 가치 기여				63,676
두나무 가치 기여				9,203

주 1: 조정이익 가치 산정 시 지배주주순이익 추정치는 연결 지배주주순이익에서 게임즈, 엔터테인먼트, 모빌리티, 페이, 커머스 등 약식 순이익 추정치 차감 조정한 + 카카오뱅크, 두나무 관련 지분법이익 차감 조정

주 2: 목표주가는 연결이익 기준으로는 2022E 지배주주주 EPS 대비 PER가 80.8배에 달하나 주요 SOTP 가치 요소의 이익 기여분을 제외한 조정이익 기준 2022E 지배주주 EPS 대비 PER는 42.6배로 크게 떨어짐. 그리고, 연결대상 자회사 카카오게임즈의 라이온하트스튜디오에 대한 콜옵션 행사 후 연결 편입 시 이익 상승 효과까지 감안 시 적용 PER는 더 떨어지게 됨

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 카카오 목표주가 변동

구분	2022 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	1,901	78.9	150,000	667,488
신규	1,981	80.8	160,000	712,578
변경률(%)	4.2	2.4	6.7	6.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 카카오 (035720)

## 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동/비유동자산	8,737	11,450	13,907	15,707	17,542
현금및현금성자산	1,918	2,878	4,390	5,424	6,501
유무형자산/투자자산	5,474	6,424	6,539	6,665	6,802
기타	1,345	2,149	2,978	3,618	4,239
금융업자산	0	504	563	621	677
현금및현금성자산	0	17	19	22	24
유무형자산	0	42	47	52	57
기타	0	445	497	548	596
<b>자산총계</b>	<b>8,737</b>	<b>11,954</b>	<b>14,470</b>	<b>16,328</b>	<b>18,219</b>
유동/비유동부채	2,997	4,096	4,893	5,744	6,437
매입채무및기타채무	579	836	1,122	1,369	1,570
단기이자지급성부채	449	188	0	0	0
장기이자지급성부채	72	410	410	410	410
기타	1,898	2,661	3,362	3,966	4,457
금융업부채	0	431	480	528	575
예수부채	0	378	421	463	504
기타	0	53	59	65	71
<b>부채총계</b>	<b>2,997</b>	<b>4,526</b>	<b>5,374</b>	<b>6,273</b>	<b>7,012</b>
지배주주지분	5,225	6,299	7,967	8,927	10,079
자본금	43	44	45	45	45
자본잉여금및기타	5,034	5,938	6,007	6,007	6,007
이익잉여금	148	316	1,916	2,875	4,028
비지배주주지분	515	1,129	1,129	1,129	1,129
<b>자본총계</b>	<b>5,740</b>	<b>7,428</b>	<b>9,096</b>	<b>10,055</b>	<b>11,208</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>753</b>	<b>971</b>	<b>2,720</b>	<b>2,046</b>	<b>2,190</b>
영업 창출 현금	831	1,025	3,055	2,292	2,517
당기순이익	-342	173	1,608	967	1,160
조정사항	802	668	921	877	994
상각비	221	265	343	420	492
법인세비용	108	241	343	250	334
이자비용	13	19	36	43	50
이자수익	-32	-23	-27	-34	-39
기타	493	167	226	198	158
자산, 부채 증감	371	183	526	448	363
법인세, 이자, 배당금	-78	-54	-334	-246	-327
<b>투자활동 현금</b>	<b>-414</b>	<b>-1,261</b>	<b>-1,073</b>	<b>-996</b>	<b>-1,098</b>
유동금융자산 증감	327	-472	-549	-376	-391
유무형자산 증감	-155	-249	-309	-389	-463
투자/기타자산 증감	-587	-539	-215	-231	-244
<b>재무활동 현금</b>	<b>322</b>	<b>1,305</b>	<b>-133</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
차입금/사채 증감	-134	424	-188	0	0
자기주식/유상증자	331	79	69	0	0
현금배당	-10	-10	-13	-13	-13
기타	136	813	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	<b>661</b>	<b>1,016</b>	<b>1,515</b>	<b>1,037</b>	<b>1,079</b>
기초 현금/현금성자산	1,247	1,918	2,894	4,409	5,446
외화 현금 환율변동	11	-40	0	0	0
<b>기말 현금/현금성자산</b>	<b>1,918</b>	<b>2,894</b>	<b>4,409</b>	<b>5,446</b>	<b>6,525</b>

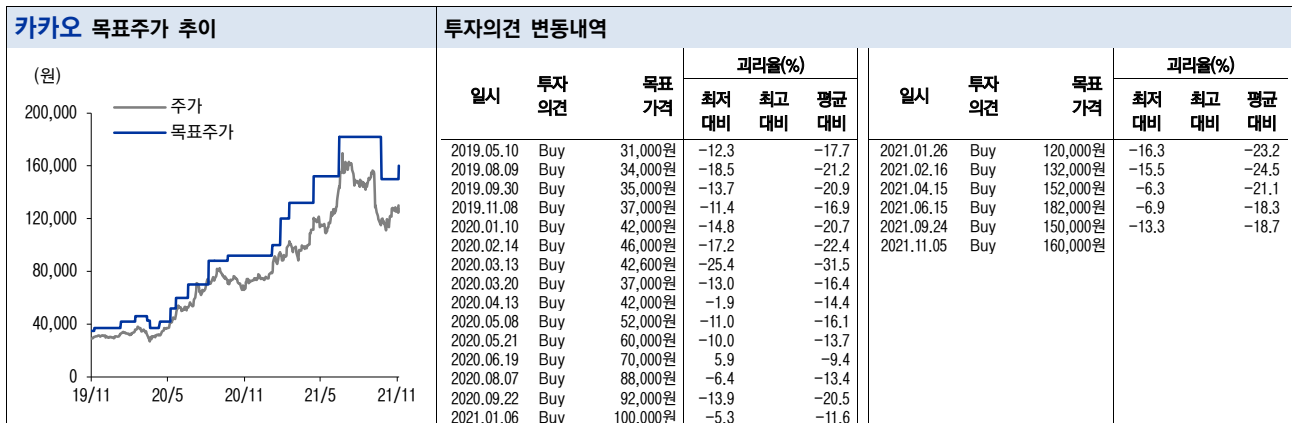
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터 \* K-IFRS 연결기준

## 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>3,070</b>	<b>4,157</b>	<b>6,185</b>	<b>8,132</b>	<b>9,837</b>
영업비용	2,863	3,701	5,522	7,038	8,476
<b>영업이익</b>	<b>207</b>	<b>456</b>	<b>663</b>	<b>1,094</b>	<b>1,361</b>
<b>EBITDA</b>	<b>426</b>	<b>718</b>	<b>1,004</b>	<b>1,514</b>	<b>1,853</b>
<b>영업외손익</b>	<b>-441</b>	<b>-42</b>	<b>1,287</b>	<b>122</b>	<b>133</b>
기타수익	74	352	946	99	106
기타비용	521	546	68	78	83
금융수익	70	216	142	120	134
금융비용	44	73	361	454	473
지분법손익	-20	9	628	435	448
<b>세전이익</b>	<b>-234</b>	<b>414</b>	<b>1,950</b>	<b>1,216</b>	<b>1,494</b>
법인세비용	108	241	343	250	334
<b>계속사업이익</b>	<b>-342</b>	<b>173</b>	<b>1,608</b>	<b>967</b>	<b>1,160</b>
중단사업손익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-342</b>	<b>173</b>	<b>1,608</b>	<b>967</b>	<b>1,160</b>
지배주주순이익	-301	156	1,483	882	1,053
<b>총포괄이익</b>	<b>-346</b>	<b>334</b>	<b>2,010</b>	<b>1,209</b>	<b>1,450</b>
<b>Profitability(%)</b>					
영업이익률	6.7	11.0	10.7	13.5	13.8
EBITDA Margin	13.9	17.3	16.2	18.6	18.8
당기순이익률	-11.1	4.2	26.0	11.9	11.8
ROA	-4.1	1.7	12.2	6.3	6.7
ROE	-6.0	2.6	19.5	10.1	10.9
ROIC	4.6	4.3	6.4	8.8	9.6

## 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Valuation (배)</b>					
P/E	N/A	198.8	36.0	59.9	49.9
P/B	2.3	4.6	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	26.6	43.3	52.1	33.6	26.6
P/CF	N/A	43.8	26.4	36.2	31.7
<b>Per Share Data (원)</b>					
EPS	-793	392	3,610	2,171	2,605
BPS	13,316	16,785	20,424	22,578	25,166
CPS	886	1,780	4,927	3,588	4,102
DPS	24	29	29	29	29
<b>Growth (%)</b>					
매출액	27.0	35.4	48.8	31.5	21.0
영업이익	183.5	120.4	45.5	64.9	24.4
EPS	적전	흑전	821.4	-39.9	20.0
총자산	9.8	36.8	21.0	12.8	11.6
자기자본	2.0	29.4	22.5	10.5	11.5
<b>Stability (% 배, 십억원)</b>					
부채비율	52.2	60.9	59.1	62.4	62.6
유동비율	116.3	152.3	183.7	186.8	195.0
자기자본비율	2.0	29.4	22.5	10.5	11.5
영업이익/금융비용(x)	16.1	24.1	18.4	25.4	27.2
이자보상배율(x)	-17.3	22.9	55.0	29.2	30.8
총차입금	521	598	410	410	410
순차입금	-1,907	-3,370	-5,624	-7,040	-8,513



주) 2021.04.15부터 1/5 액면분할(액면가 500원 → 100원) 조건으로 주가 조정. 따라서, 목표주가 추이 Chart 및 투자의견 변동내역 Table 모두 과거치까지 소급하여 1/5 액면분할 조건으로 조정함

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성총화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

## 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)