

# 인터넷/SW (Positive)

## 기रो에 선 플랫폼, 밸류에이션 재점검

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

### 분석종목

종목명(의견)	목표주가(원)
NAVER(Buy)	560,000
카카오(Buy)	170,000

### 목 차

플랫폼을 겨냥한 각종 이슈 부각	02
온라인 금융플랫폼 규제부터 시작	04
중국 정부의 알리페이 규제와 일부면 유사	06
중국 역시 플랫폼에 대한 규제 강화 중	07
과거 네이버는 규제 리스크를 어떻게 벗어났나	09
보수적 밸류에이션에 따른 기업가치 산출	10
3분기 실적 전망	13

### 종목 분석

NAVER (035420)	14
카카오 (035720)	18

우리는 최근 나타나고 있는 플랫폼에 대한 규제 이슈와 과거 사례를 분석해 보았습니다. 최악의 부정적 상황을 가정할 때 잠재적으로 주가가 하락할 수 있는 수준을 산출해보고 밸류에이션을 재점검합니다.

### 플랫폼 겨냥한 각종 이슈 부각

지난 달 핀테크 사업 관련 규제에 이어 최근에는 골목상권 서비스, 온라인 플랫폼 공정화법 관련 국정감사 이슈 등이 더해지며 국내 플랫폼 업체에 대한 규제 우려는 한층 심화되고 있다. 우리는 최근 국내에서 진행 중인 플랫폼 제재가 중국의 규제 방식처럼 대대적인 단속 수준이 될 가능성은 낮다고 판단하지만, 골목상권 침해 영향이 예상되는 사업들의 조정은 불가피할 것으로 전망한다. 또한 이러한 노이즈가 해소되기까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

### 3분기 실적: 기대 이상의 서프라이즈는 없는 것으로 추정

NAVER의 3분기 영업이익은 3400억 원을 기록하며 컨센서스에 부합한 것으로 추정한다. DA 매출액은 28.6%, 커머스는 코로나 재확산세로 인한 스마트스토어 거래액 증가로 인해 39.8% 증가한 것으로 전망된다. 최근 주가하락에 따라 주식보상비가 줄어들어 인건비 부담은 크지 않은 것으로 파악된다. 카카오의 3분기 매출액은 전년동기 대비 36.9% 증가한 것으로 추정한다. 특비즈 매출이 41% 성장한 것으로 예상하는데, 비즈보드-특채널-알림톡의 매출 선순환 효과가 크게 반영되고 있다. 다만, 영업이익은 게임, 모빌리티, 페이 관련 마케팅이 공격적으로 집행됨에 따라 컨센서스를 10% 하회한 것으로 추정한다.

### 규제 관련 이슈에 상대적으로 영향이 적은 기업에 주목

NAVER와 카카오의 주가는 최근 고점 이후 각각 약 21%, 38% 하락하며 각종 우려가 주가에 반영되고 있다. 이번 이슈가 단기적으로 양사의 실적에 미치는 영향은 제한적이지만, 단기적인 주가의 의미있는 반등 가능성은 아직 낮다고 판단한다. 이번 주가 하락의 이유가 실적 둔화나 펀더멘탈 훼손 등의 요인이 아닌, 외부 변수와 각종 이벤트로 인한 것이었기 때문이다. 당분간 이슈가 완전히 해소되기까지 주가 불확실성은 확대될 것으로 전망하며, 우리는 규제 관련 이슈에 상대적으로 영향이 적은 NAVER에 대한 긍정적인 의견을 유지한다.

## 플랫폼을 겨냥한 각종 이슈 부각

최근 플랫폼에 대한 전방위적인 규제 이슈가 확대되고 있다. 대형 온라인 플랫폼 규제에 대한 목소리가 커지는 가운데 정치권에서도 관련 규제 법안을 통과시키겠다는 의지를 강하게 보이고 있다. 현재 온라인플랫폼 규제 관련 법안은 정부안을 포함해 7개, 전자상거래법은 6개가 국회에 계류되어 있는데, 가장 대표적인 법안은 공정거래위원회가 지난 1월 정부 입법으로 발의한 ‘온라인 플랫폼 공정화법’이다.

또한, 5일부터 시작된 국정감사에서도 ‘플랫폼 경제’가 핵심 안건이 되어 플랫폼 기업들의 시장 지배력 남용에 대한 안건들이 논의되고 있다. 국감 결과가 국회에 계류 중인 ‘온라인 플랫폼 공정화법’에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 플랫폼 기업에 대한 각종 우려가 커지고 있는 상황이다.

[표1] 최근 플랫폼 관련 규제 움직임 강화

일자	기관	내용
'21년 9월 이전	공정거래위원회	'온라인 플랫폼 공정화법' 제정 추진: 플랫폼 불공정행위 과징금 최대 10억원
	공정거래위원회	'전자상거래법' 개정 추진: 소비자 입점 업체 + 플랫폼 상대 배상 청구 가능
	국회	온라인 플랫폼 7개 법안 발의: 플랫폼 이용자의 단체구성권 부여, 검색 알고리즘 공개
2021-09-07	금융위원회	핀테크업체가 소비자에게 금융상품을 소개하는 영업행위 대부분을 '광고'가 아니라 '중개'로 봐야한다는 유권해석
2021-09-07	더민주 송갑석·이동주	공통 카카오의 문어발 확장: 플랫폼 대기업의 불공정거래 근절 대책 토론회
2021-09-12	더민주 변재일 의원실	전기통신사업법 일부개정법률안' 대표발의. 일정 규모 이상 전기통신사업자는 이용자가 생성한 데이터 쉽게 독점 금지
2021-09-13	공정거래위원회	케이큐브홀딩스의 대기업집단 지정 자료 거짓 제출 및 고의 누락 정황 조사
2021-10-01~	2021년 국정감사	정무위: 네이버·카카오 독과점. 골목상권 침해
		환노위: 네이버 직장내 괴롭힘. 카카오 근로감독
2021-10-21		과방위: 네이버·카카오 독과점
		국토위: 카카오모빌리티 독과점. 수수료 인상

자료: 언론보도취합, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 온라인 플랫폼 공정화법 주요 내용

적용 범위	- 온라인 플랫폼 중개서비스: 온라인 플랫폼을 통하여 '온라인 플랫폼 이용사업자'와 소비자 간 거래 개시를 중개하는 서비스 - 이러한 서비스를 제공하는 사업자 중 직전 사업연도 매출액 100억 원 이상, 판매가액 1,000억 원 이상의 사업자 - 단, 직접 판매주체가 되는 온라인 쇼핑몰, 거래가 수반되지 않는 SNS, 중고거래 C2C 플랫폼은 적용제외
계약서 필수 기재사항	① 중개거래계약의 기간, 변경, 갱신 및 해지 ② 온라인 플랫폼 중개서비스의 내용, 기간 및 대가 ③ 온라인 플랫폼 중개서비스의 개시, 제한, 중지, 변경 ④ 거래되는 재화 또는 용역의 반품, 교환 및 환불 ⑤ 거래되는 재화 또는 용역이 온라인 플랫폼에 노출되는 순서, 형태 및 기준 ⑥ 거래과정상 발생한 손해의 부담 기준 ⑦ 그 밖의 중개거래계약 당사자의 권리와 의무에 관한 사항
사전통지의무	- 온라인 플랫폼 중개서비스사업자가 계약내용을 변경·해지하거나 서비스를 제한·중지하는 경우 사전통지 의무 부과 - 절차를 준수하지 않은 변경·해지는 무효로 규정
불공정거래행위의 금지	- 구입강제, 경제상 이익제공 강요, 부당한 손해 전가, 불이익 제공, 경영간섭 금지 - 온라인 플랫폼 시장의 구조, 소비자·온라인 플랫폼 이용사업자의 플랫폼 이용형태·집중도 등 거래의존도를 고려하여 '거래상 우월적 지위'가 인정되지 않는 경우 적용제외

자료: 국회입법조사처, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 2021년 국정 감사 주요 일정 및 안건 예상

일자	상임위	대상기관	증인	소속	주요 안건
5 일	정무위원회	공정위	배보찬	야놀자 대표	- 숙박업주 대상 과도한 광고비 수수료 착취문제 지적 - 가맹 파트너사에 대한 불공정행위 의혹 - 숙박업 광고상품 노출위치, 광고상품 발행시 쿠폰발행 등 불공정행위 의혹 - 이중적 지위, 일감 몰아주기, 성인 미인증, 광고비, 경쟁자 배제 등
			김성한	전국민주택시노동조합 사무처장	- 카카오모빌리티 택시 콜 배정 관련 증언
			강한승	쿠팡 대표이사	- 온라인 플랫폼 규제 관련
			김범수	카카오 의장	- 플랫폼 대기업의 불공정거래 개선 - 문어발식 사업확장과 독점적 시장구조에 따른 이용자 수수료 상승 등 소비자 기만 - 경쟁 계열사 인수합병, 기업집단 현황 공시 관련 지적 - 공세적 M&A로 골목상권 위협, 과도한 수수료 구조 형성 등
			김정주	넥슨코리아 대표	- 게임 메이플스토리 내 '한생의 불꽃' 아이템의 확률 조작 관련
	농림축산식품 해양수산위원회	농림축산 식품부	한성숙	네이버 대표	- 동물용 의약품의 온라인 불법 거래 문제
			여민수	카카오 대표	- 동물용 의약품의 온라인 불법 거래 문제
	과학기술정보 방송통신위원회	방송통신 위원회	류금선	카카오모빌리티 대표	- 카카오모빌리티 택시 콜 배정 관련 증언
6 일	환경노동위원회	고용노동부	이해진	네이버 GIO	- IT기업 직장 내 갑질 문화, 직장 내 괴롭힘
			한성숙	네이버 대표	- IT기업 직장 내 갑질 문화, 직장 내 괴롭힘
			김범수	카카오 의장	- 근로기준법 위반: 주 52시간 상한제 초과
14 일	문화체육 관광위원회	한국콘텐츠 진흥원	김준구	네이버웹툰 대표	- 웹툰 등 콘텐츠 관련 저작권 수익분배 구조
			이진수	카카오엔터 대표	- 웹툰 등 콘텐츠 관련 저작권 수익분배 구조

자료: 언론보도취합, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 플랫폼 관련 국정감사 주요 발언 내용 요약

증인 성명	소속	주요 발언
한성숙	네이버	- 고용노동부 특별근로감독 결과와 관련하여 TF 만들어 시정 사항 개선 중 - 노동부 권고안에 대한 이행계획안 제출할 것
김준구	네이버웹툰	- 네이버웹툰과 작가의 직접 계약으로 작가에게 유리한 수익 구조 제공중이라며 해명
이진수	카카오엔터테인먼트	- 자회사 CP와 작가간 거래 계약 전수조사 약속
류금선	카카오모빌리티	- 가맹택시 수수료 인하 요구에 즉답 어려움 - 가맹 계약과 제휴 서비스 계약 갱신 기간 모두 5년으로 동일하게 적용할 것
김범수	카카오	- 케이큐브홀딩스 가족 형태 회사가 아닌 사회적 책임 다하는 회사로 전환 약속 - 5년 동안 공동체 상생기금 3000억원 조성 계획 - 대리운전, 꽃배달, 헤어샵, 스크린골프 등과 같은 중소상공인 영역 철수하거나 확장하지 않을 것 - 카카오톡 선물하기 상품권의 차액 환불 구조 수정할 것
박대준	쿠팡	- 개인정보 유출 우려와 관련하여 열람 차단 및 정보처리 회사 이전 고려 약속
배보찬	야놀자	- 광고 노출 빈도 문제는 브랜드 호텔의 높은 광고비 구조때문이라며 해명
권남희	머지플러스	- 머지사태에 대한 환불은 순차적으로 진행중이나 구체적인 지표는 밝힐 수 없음

자료: 언론보도취합, 한화투자증권 리서치센터

## 온라인 금융플랫폼 규제부터 시작

이번 규제 이슈는 핀테크 영역에서 시작되며 불거졌다. 지난 9월 7일, 금융위원회는 온라인 금융플랫폼 기업들이 별도의 라이선스가 필요한 금융 서비스를 사실상 중개하면서, 광고 서비스라는 이유로 규제를 피해가고 있다고 지적했다. 또한, 판매 과정이 플랫폼 내에서 이루어지므로 소비자는 해당 계약을 일반적으로 플랫폼과의 거래로 오인하기 쉽다는 점도 금융소비자법 위반 요인으로 지적했다.

지난 3월 시행된 금융소비자법은 직접 금융 상품을 판매하거나 판매 대리·중개, 자문을 할 경우 등록 또는 인허가를 받도록 하고 있다. 그동안 금융 플랫폼들이 제공하는 금융 상품 관련 서비스가 금소법 상 ‘중개행위’에 해당하는지를 놓고 논란이 이어져왔고, 현재 금소법 등 금융법령에서는 ‘중개’에 대한 정의 규정이 없어 관련 법안이 미미한 상태였다. 즉, 금소법이 시행되면서 관련 금융 법들이 함께 정비되지 않았고, 어떤 영업행위가 금소법상 ‘중개’에 해당하는 지와 관련된 이슈는 지속 발생하고 있었기 때문이다.

일단 카카오는 금융위가 지목한 위법 행위 가능성에 대해 자회사를 통해 해당 사업라이선스를 보유하고 있다고 적극적으로 해명했으나, 최근 금소법에 위배될 소지가 있는 보험상품비교(자동차운전자반려동물 등) 서비스를 중단했다. 현재 보험 관련 매출은 카카오페이 매출에서 매우 미미한 상황(대부분 대출 관련 매출이 차지)이다.

[표5] 플랫폼의 금융서비스에 대한 금융위원회 판단

서비스	사례	금융위 판단
금융상품 정보제공	펀드, 보험 등 상품 정보 확인 후 청약	플랫폼이 판매에 적극 관여 소비자는 플랫폼을 계약주체로 인지 →중개 →투자권유대행인·보험대리점 등록必
금융상품 비교·추천	가입자 정보 토대로 보험, 신용상품 추천	고객 발굴 및 가입 유도하는 판매 과정 →중개 →카드모집인·보험대리점 등록必
맞춤형 금융정보 제공	무료 보험 보장분석 후 보완 필요한 상품 추천	분석에 그치지 않고 가입지원까지 이어져 →중개 →보험대리점 등록必, 플랫폼 갑질 우려

자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 금융법령상 금융상품 판매 대리·중개업자 법인 진입규제 현황

종류	진입규제 현황
투자성 상품	자본시장법상 투자권유대행인 등록은 개인만 허용
보장성 상품	보험업법 시행령상 금감원 검사대상기관(전자금융업자 포함)은 보험대리점 등록 제한
대출성 상품	(대출) 금소법 등록 시 영업 가능 (카드) 여신금융법 등록 시 영업 가능
예금성 상품	현행 금융법령상 등록 불가

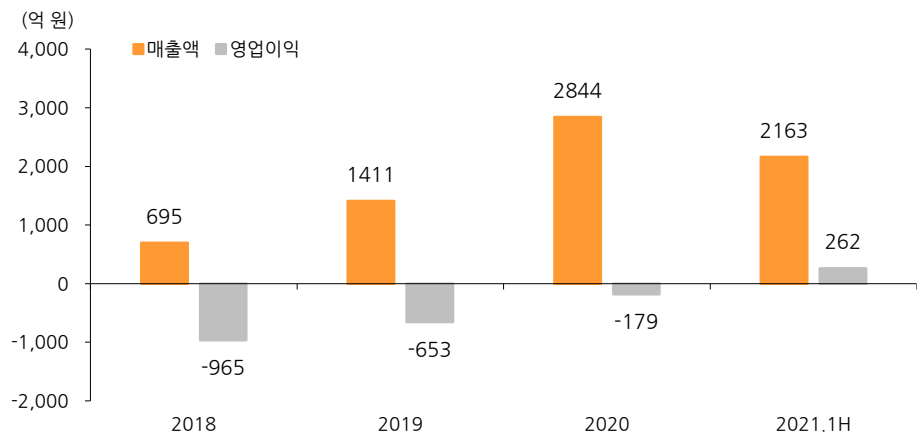
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

네이버는 주력 서비스인 대출의 경우 혁신금융사업자 지정을 통해 사업을 영위하고 있으며, 현재 대출성 상품에 대한 판매대리 중개업 등록은 진행 중인 상황이다.

향후 ‘중개행위’에 대한 명확한 법안 규정이 마련되어야 하고, 추가적인 규제에 대한 불확실성은 남아있다. 하지만 핵심은 적절한 라이선스 사업자에게는 오히려 기회가 될 수 있는 계기가 될 것으로 판단한다. 금융위 역시 카카오페이의 전체 상품 판매 중단이 아닌 UI 개선을 통한 판매 주체가 금융기관의 서비스임을 인지하도록 명시하라는 것이다.

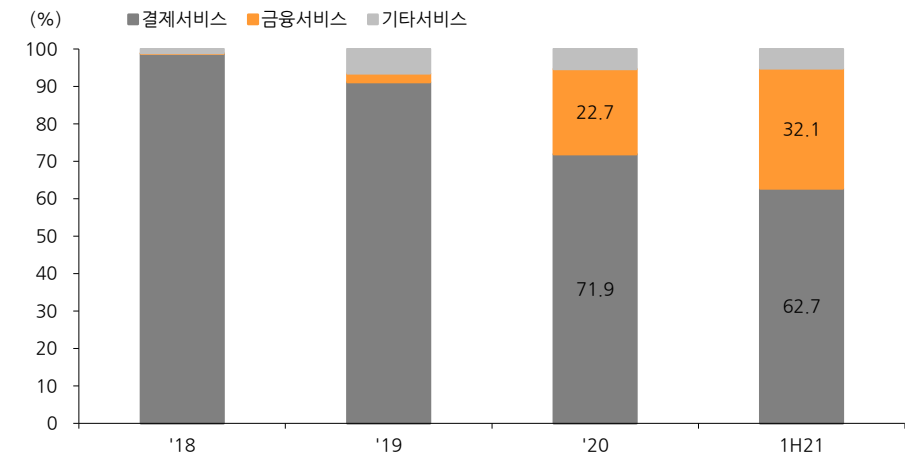
또한, 금융위는 국회에 계류 중인 ‘전자금융거래법’ 개정안의 잔여 쟁점을 협의해 연내 법개정을 추진하겠다고 밝혔다. 전금법 개정안은 지급지시전달업·종합지급결제사업자 도입과 소액후불결제 허용 등의 내용인데, 우리는 이러한 금융 결제 인프라 혁신 방안이 완성되면 현존하는 금융 서비스 전달 체계가 완전히 바뀔 수 있을 것이라는 기존 전망을 유지한다. 전자금융거래법이 도입되고 후불결제 기능까지 허용된다면 기존 은행과 신용카드의 일부 기능이 핀테크 기업들로 옮겨올 수 있는 계기가 될 것이다.

[그림1] 카카오페이의 실적 추이



자료: 카카오페이, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 카카오페이의 매출 비중 추이: 금융서비스 32.1% 중 보험 관련 매출 비중 미미



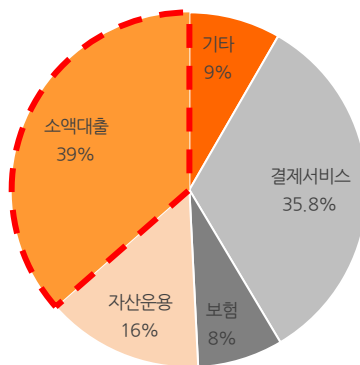
자료: 카카오페이, 한화투자증권 리서치센터

## 중국 정부의 알리페이 규제와 일부 면에서 유사

이번 이슈는 알리바바의 자회사 앤트그룹에 대한 규제 사례와 유사하다. 지난해 11월 중국 정부는 온라인 보험업, 소액대출 규제 방안을 발표했다. 플랫폼에서 금융 관련 사업을 영위하려면 라이선스를 취득하고, 등록된 라이선스의 범위를 초과하는 행위들은 제약, 플랫폼의 금융상품 판매와 중개에 대한 책임을 강화해야 한다는 방향의 규제였다. 결국 앤트그룹은 라이선스를 취득, 사업 조정 등 금융지주사로의 전환을 결정했다.

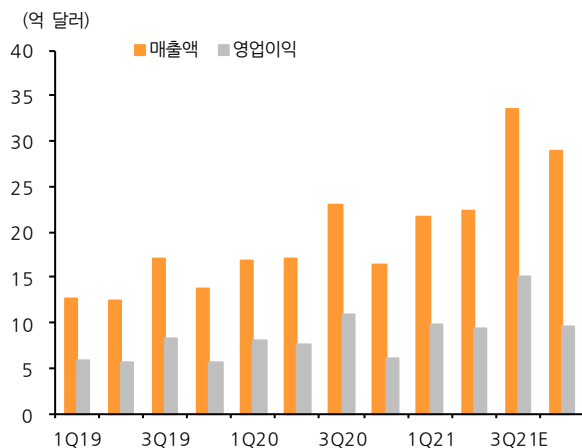
최근 중국 당국은 앤트그룹의 알리페이에서 대출 서비스를 분리하고, 별도의 앱으로 출시하라고까지 지시하며 규제의 강도는 강화했다. 알리페이는 두 개의 소액대출사업, 화베이와 지에베이를 통해 알리바바의 쇼핑몰에서 물건을 구입할 때 소액대출을 해주거나 즉시 대출을 제공해왔다. 두 사업부 규모는 지난해 상반기 기준으로 앤트그룹 매출의 39%를 차지할 만큼 중요한 사업이 됐는데, 정부는 대출사업과 연관된 소비자 정보관리, 신용평가 부문을 분리해 앤트그룹과 국유기업인 저장관광투자그룹의 합작사에 이관토록 해 사실상 국유화에 나선 것이다.

[그림3] 앤트그룹 매출 구성: 소액대출이 결제서비스 보다 큼



자료: 알리페이, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 알리바바의 실적 추이 및 전망



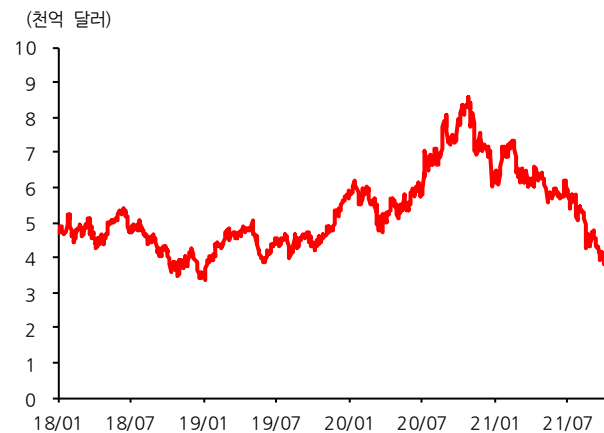
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 앤트그룹의 소액 신용대출 사업

구분	화베이	지에베이
시기	2014 년	2015 년
대상	알리바바 구매자	알리페이 사용자
기간	무이자 50 일	최대 12 개월
한도	최대 3 만위안 (546 만원)	최대 5 만위안 (910 만원)
특징	쇼핑 플랫폼과 연결돼 시너지	자체 신용평가 사용해 온라인 즉시 대출

자료: 알리페이, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 알리바바의 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 중국 역시 플랫폼에 대한 규제 강화 중

중국은 핀테크 관련 외에도 플랫폼 산업 반독점 조사 및 법제도 정비에 착수하며 다방면으로 규제를 강화하고 있다. 그동안 중국의 플랫폼 산업은 당국의 포용적인 육성전략을 통해 최소한의 규제와 거대한 내수시장을 발판으로 폭발적인 성장을 보여왔던 것과는 매우 다른 환경 변화다.

먼저 지난해 12월, 알리바바 등 3개사에 반독점 위반 벌금을 부과함으로써 대형 인터넷 기업들의 인수합병을 통한 사업 확장에 제동을 걸었다. 이 제재는 2008년 반독점법이 제정된 이후 처음으로 인터넷 기업에 적용된 사례이다. 또한, 핀테크, 전자상거래, 플랫폼 등 영역의 시장지배적 지위 인정 기준과 반독점 조사 대상 기준을 제정하고 ‘플랫폼 경제 반독점 가이드라인’을 발표했다. 규제 대상은 알리바바 등 빅테크나 플랫폼 기업에 국한되지 않았다. 정부는 온라인 교육기관 2곳에 각각 250만 위안 벌금을 부과하기도 했고, 텐센트 뮤직에는 ‘음악 독점권 포기할 것’을 요구했다.

우리는 최근 국내에서 진행 중인 플랫폼 제재가 중국의 규제 방식처럼 대대적인 단속 수준이 될 가능성은 낮다고 판단한다. 불법 M&A나 허위 기재, 판매 강요 등의 규제 위반 요인이 있었던 중국 기업과 달리 국내 기업들은 소비자에게 불편함과 폐를 끼치는 부문의 문제는 없었기 때문이다. 하지만, 골목상권 침해 영향이 예상되는 사업들의 조정은 불가피할 것으로 판단한다. 또한 온라인 상에서 소비자들과 사업자들을 제대로 보호할 수 있는 관련 법들의 명확한 개정을 추진하는 방안으로 정리될 것으로 예상된다.

[표기] 최근 중국 정부의 플랫폼 기업 관련 규제 움직임

업종	기업	내용
게임-엔터	텐센트	모바일 게임 왕자영요(Honor of Kings) 미성년자 이용시간 단축 및 결제 제한 독점적 음악저작권 포기 지시, 2016년 차이나유직 인수 관련 과징금 50만위안 부과
전자 상거래	알리바바	반독점 위반으로 182억 2800만위안(약 3조 2500억원) 벌금 부과
핀테크	안트그룹	홍콩-상하이 상장 중단 발표, 금융당국 결제서비스 외 사업 정리 요구
	디디추싱	국가안보 위반 혐의 조사 개시, 앱마켓 신규 다운로드 금지, 반독점 위반 50만위안 벌금 부과
차량 공유	헬로추싱	뉴욕 증시 상장 포기, 안트그룹이 최대주주
	플트릭 얼라이언스	자회사 원만만(Yunmanman), 휘처방(Huochebang) 대상 사이버 안보 조사 개시
리쿠르팅	보스 지핀	사이버 안보 조사 개시, 모기업 칸쑤(Kanzhun)은 6월 뉴욕 증시 상장
음식 배달	메이탄	최저시급 이상 보장 및 사회보험 가입 등 배달원 보호 정책 발표, 반독점 위반 벌금 부과 가능성
교육업체	신동팡	중국어영어수학 등 교과목 사교육업체 설립 금지, 기존 사교육업체는 비영리성 기관 전환
동영상	바이트댄스	경영진과 중국 당국 면담 후 해외 상장 계획 중단, 장이밍 CEO 사임
	과이서우	중국 관영매체, 스트리밍 플랫폼이 저속한 콘텐츠 확산시킨다며 규제 촉구

자료: 언론보도취합, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 2021 년 중국 인터넷 산업 발전 규범화를 위한 법제도 정비 상황

발표시기	규정	주요 내용
2021. 01.	‘비은행결제기관조례’ (의견수렴안)	- 온라인·모바일 결제시장에서의 시장지배적 지위 인정기준·반독점 조사대상 기준 명시 (사업자의 시장점유율 ≥50%, 2개 사업자의 시장점유율 합계 ≥ 2/3, 3개 사업자 점유율 합계 ≥ 3/4)
2021. 02.	플랫폼 경제 반독점 가이드라인	- ‘반독점법’에 근거해 플랫폼의 독과점·시장 지배적 지위 남용 금지에 방점 (△가격담합, △독점거래, △시장 지배적 지위를 남용한 강제매매, △빅데이터와 알고리즘 기술을 활용한 경쟁저해 등) - ‘시장 지배적 지위’와 ‘남용행위’에 대한 판단기준을 확정
2021. 03.	온라인 거래 감독관리방법	- ‘전자상거래법’ 시행 후 전자상거래 관리감독을 위한 첫 세부 시행법 - SNS, 라이브 방송 등 전자상거래 플랫폼을 운영하는 온라인 거래 사업자의 의무사항 명시 (플랫폼 내 경영자 정보 등록 및 공시, 소비자 개인정보 보호, 허위 거래·허위 마케팅 금지, 조회수 및 사용자 후기 조작 등 부당한 경쟁행위 금지 등)
2021. 04.	인민법원 지재권 사법보호 규칙(2021~2025)	- 향후 5년간 인터넷 영역의 반독점 규제 강화, 플랫폼 경제 관련 반독점 재판 규칙을 마련
2021. 06.	공정경쟁심사제도 실시 세칙	- 공정경쟁 심사표준, 감독과 책임 등 관련 규정 명시
2021. 08.	반독점 규제 강화 및 공정경쟁 추진에 관한 실시의견	- 플랫폼 경제, 기술혁신, 정보안전, 민생 보장 등을 중점 반독점법 집행 분야로 지정

자료: 중국 정부 발표, 현지 언론 등 종합, Kotra, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 중국 인터넷 기업에 대한 반독점 처벌 사례

시기	대상 기업	처벌 내용
2020. 12.	알리바바, 위에원(阅文), 펑차오(丰巢)	- 인수, 합병 과정에서 경영자 집중 신고 의무 미이행 - ‘반독점법’에 의거 각각 벌금 50 만 위안 부과
2020. 12.	징둥, 티몰, VIP(唯品会)	- 3개사에 부당한 가격 조작 위반으로 각각 50 만 위안 벌금 부과 - 창스이(双十一) 온라인 쇼핑 행사 전 일부 제품 가격 인상 후 할인, 허위 판촉 등
2021. 02.	VIP(唯品会)	- ‘반부정당경쟁법’ 위반 혐의로 300 만 위안 벌금 부과
2021. 03.	인타이(银泰), 텐센트, 바이두 등 12개 사	- 불법 M&A로 각각 벌금 50 만 위안 부과
	텐센트 외	- 불법 M&A로 각각 벌금 50 만 위안 부과
	핀둬둬·메이탄 등 공동구매 플랫폼 5곳	- 원가보다 낮은 가격으로 덤핑 판매해 시장 질서를 혼란시키고 타인의 합법적 권익을 침해 - 메이탄·핀둬둬·디디추싱 산하 플랫폼과 스후이탄(十荟团)에 각각 150 만 위안씩, 스샹후이(食享会)에 50 만 위안 벌금 부과
2021. 04.	알리바바	- ‘플랫폼 내 기업에 독점 판매 강요’ 등 시장지배적 지위 남용행위로 182 억 위안의 반독점 벌금 부과 - 역대 최대 과징금 규모(=2019년도 중국 내 매출액의 4%)
2021. 05.	쥘예방(作业帮), 위안푸다오(猿辅导)	- 강사 경력사항 및 가격 허위 기재, 허위광고 등 불법행위에 각각 250 만 위안 벌금 부과
2021. 07.	후야(虎牙), 더우위(斗鱼)	- 두 회사의 지분을 텐센트가 대거 보유하고 있으므로 합병 금지
	텐센트	- △ 30 일 내 음악 독점판권 포기 △ 고객 선금금 지급하는 방식 중단 △ 음반사에 ‘타사보다 유리한 조건’을 강요하는 등 부정당경쟁행위 중단 등 지시 - 향후 3년간 매년 시장상황을 당국에 보고할 것을 요구
	알리바바, 디디추싱, 텐센트, 쑤닝, 메이탄	- 22 건 반독점 조사 결과, 관련 기업 ‘반독점법’ 위반 혐의로 각각 50 만 위안 벌금 부과 - 이 중 8 건 디디추싱, 6 건 알리바바, 5 건 텐센트, 2 건 쑤닝, 1 건은 메이탄 관련 사건

자료: 중국 정부 발표, 현지 언론 등 종합, Kotra, 한화투자증권 리서치센터



## 과거 NAVER 는 규제리스크를 어떻게 벗어났다

최근 플랫폼 기업들이 직면한 이슈와 문제를 미리 겪은 기업은 네이버다. 2011년 말, 네이버는 70% 이상을 차지하는 국내 검색엔진 점유율을 기반으로 다양한 신사업을 진행했고, 이에 시장지배적 지위의 남용 가능성을 지적받으며 공정거래위원회, 방송통신위원회, 문화체육관광위원회 등 여러 주무부처 및 규제기관과 논쟁을 벌여왔다. 정치권의 국회의원들도 명분이 생기자 네이버를 향한 규제안을 잇달아 발의하기도 했다.

이에 네이버는 중소기업들에 대해 상생의지를 밝히는 방향으로 대응했다. 먼저, 일부 신사업을 과감히 철수했다. 골목상권 진출 논란에 휩싸인 패션 어플리케이션 ‘위너비’, 여행 어플리케이션 ‘윙버스’ 서비스 등을 철수했고, 네이버 부동산 유료서비스의 자체 매물 서비스도 종료했다. 그리고 지금 커머스 사업의 초기 모델인 지식쇼핑 관련 서비스도 대규모의 구조조정을 진행한 것으로 파악된다. 사업 조정 뿐만 아니라 수천억 원에 이르는 지원자금을 벤처기업과 소상공인, 1인 창작자를 위해 마련하기도 했다.

즉, 동사의 사업 확장은 자사의 이익 증대보다는 이용자들의 편의성을 향상시키기 위함이며, 주요 국가들이 적극적으로 IT산업을 성장시키는 가운데 규제 강화는 장기적으로 국내 기업들의 경쟁력을 약화시키는 점이라는 것을 다양한 방법으로 설득시켰다. 결국 공정위는 강제적인 규제보다는 자체 개선안을 마련하라는 결정을 내렸고, 동사는 큰 타격없이 규제 이슈를 해소했다.

물론 그 이후에도 동사에 대한 규제 노이즈는 끊이지 않고 있지만 비판을 수용하기도 하고, 무리한 규제에 대해 대응하기도 하고, 과감하게 대규모 리소스를 편성하기도 하면서 경험과 내공을 축적해왔다고 판단한다.

또한 동사는 최근 금융위 지적사항이었던 ‘미등록 중개 행위’를 미연에 방지하기 위해 충분히 서비스를 할 수 있었음에도 불구하고 금융상품 비교 판매 시장에 진출하지 않았는데, 이러한 점도 규제 리스크를 염두해 둔 보수적인 사업 확장 전략이었다고 판단된다.

[표10] 과거 NAVER 관련 규제 당시 주요 타임라인

일자	기관	내용
2008. 05.	공정거래위원회	네이버에 시장지배적 지위 남용에 대한 과징금 2억 원 부과
2011. 04.	여성가족부	NHN 게임 다운로드 서비스에 섀도우제 적용
2011. 11.	문화체육관광위원회	게임산업진흥에 관한 법률 개정으로 웹보드게임 규제
2011. 12.	방송통신위원회	‘네이버’ 시장 지배적 사업자 규정 추진
2012. 03.	방송통신위원회	네이버를 부가통신사업자로서 통신시장 경쟁상황 평가 대상에 포함
2012. 10.	문화체육관광위원회	김상헌 NHN 대표, 국정감사 증인으로 채택
2013. 01.	방송통신위원회	대통령직 인수위에 국내 포털업체의 독과점 구조 대책 보고
2013. 05.	공정거래위원회	NHN 대상 불공정거래 행위여부 조사 착수
2013. 07.	새누리당 여의도 연구원	네이버 독과점 문제 정책 간담회 개최
2013. 09.	새누리당	포털 기업을 독과점 기업으로 규제할 수 있는 법안(‘네이버 규제법’) 발의
2013. 10.	미래창조과학부	‘인터넷 검색 서비스 발전을 위한 권고안’ 준수 요구
2013. 11.	공정거래위원회	네이버가 검색 결과에 광고와 정보를 섞어 부당이익 봤다며 시정명령

자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

### 보수적 밸류에이션에 따른 기업가치 산출

지난달 핀테크 사업 관련 규제에 이어 최근에는 골목상권 서비스, 온라인 플랫폼 공정화법 관련 국정감사 이슈 등이 더해지며 국내 플랫폼 업체에 대한 규제 우려는 한층 심화됐다. 이를 반영해 카카오와 NAVER 주가는 최근 고점 이후 각각 약 38%, 21% 하락하며 각종 우려가 주가에 반영되고 있다.

이번 이슈가 단기적으로 양사의 실적에 미치는 영향은 제한적이며, 3분기 실적도 매출 고성장세와 이익 성장이 지속될 것으로 전망한다. 하지만, 단기간에 주가의 의미있는 반등 가능성이 아직 낮다고 판단하는 이유는, 이번 주가 하락의 이유가 실적 둔화나 펀더멘탈 훼손 등의 요인이 아닌, 외부 변수와 각종 이벤트로 인한 것이었기 때문이다.

또한, 반독점 이슈는 과징금 등으로 결론 났을 수 있으나 핀테크와 골목상권 관련 이슈는 최악의 경우 사업모델 변경도 불가피하다. 만약 규제가 강화되거나 다른 사업 영역으로까지 확대될 경우 플랫폼 기업 주가의 핵심인 멀티플 확대에는 부정적일 수 있다. 이에 단기적으로 국내 플랫폼 기업에 대한 규제 리스크는 쉽게 제거되기 어렵다고 판단한다.

이에 우리는 보수적인 밸류에이션을 바탕으로 한 양사의 Bottom value를 산출해 보았다. Bottom value는 최악의 부정적 상황과センチ먼트를 가정할 때 밸류에이션이 이를 반영해 잠재적으로 주가가 최대한 하락할 수 있는 수준을 의미한다.

NAVER의 경우 보수적인 밸류에이션을 반영한 주가는 36만원으로, 현 주가 대비 하락 가능한 주가는 3% 수준이다. 즉, 현재 주가 수준에서는 추가적인 다운사이드 리스크는 크지 않을 전망이다. 주가의 업사이드는 국내 커머스·페이 거래액의 지속적인 증가, 일본 진출을 앞두고 있는 스마트스토어 사업의 초기 성과, Z홀딩스의 실적 성장과 사업 확장으로 인한 지분 가치 증가 등이 될 것이다.

카카오는 골목상권 이슈가 지속되고 관련 규제가 현실화될 경우 주가의 추가적인 하락 리스크가 존재한다. 모빌리티의 IPO 일정에 제동이 걸린 점도 아쉬운 부분이다. 보수적인 밸류에이션 가정 하에서 카카오 주가는 9만 6천 원까지 하락 가능하다고 판단한다. 이는 현 주가 대비 13.5% 낮은 수준이다.

[표11] NAVER와 카카오의 Bottom value와 주가 변수

종목	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	주가 하단 (원)	downside 요인	upside 요인
NAVER	BUY	560,000	370,500	360,000	파이낸셜 사업 확장 제동 비용 확대에 따른 마진 훼손 우려	커머스·페이 거래액의 지속 성장 스마트스토어 일본 초기 성과 Z홀딩스의 사업 확장 및 지분가치 증가
카카오	BUY	170,000	111,000	96,000	핀테크 관련 사업 규제 현실화 골목상권 관련 사업 조정 카카오모빌리티 실적 둔화에 따른 가치 하락	추가 규제 리스크 해소 카카오웹툰 글로벌 사업 확장 가속화 카카오엔터테인먼트 지분가치 증가

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표 12] NAVER의 Bottom value 를 산정하기 위한 보수적인 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
네이버 포털	16,207	
22E 순이익	979	
Target PER(배)	16.6	기존 대비 20% 추가 할인
커머스	13,260	
22E 네이버쇼핑 GMV	39,000	
	0.34	기존 대비 30% 추가 할인
웹툰	7,805	
22E 웹툰 거래대금	1,800	
Target PSR(배)	6.6	기존 대비 10% 추가 할인
지분율	66%	
파이낸셜	5,152	
22E 네이버페이 거래대금	46,000	
배수(기업가치/거래대금)	0.16	기존 대비 20% 추가 할인
파이낸셜 적정가치	7,360	
지분율	70%	
클라우드	1,770	
22E 매출액	590	
Target PSR(배)	3.0	기존 50% 대비 추가 할인
위버스	412	
지분율	49%	8400 억 원
Z 홀딩스	9,662	기존 30%에서 50%로 할인 적용
Z 홀딩스 시가총액	58,559	
지분율	33%	
순현금	1,500	
자사주	3,464	기존 30%에서 40%로 할인 적용
Bottom value	59,232	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
Bottom value 주가(원)	359,388	
현재 주가(원)	370,500	
추가 하락 가능성	-3.0%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표 13] 카카오의 Bottom value 를 산정하기 위한 보수적인 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
포털 적정가치	2,186	기존 대비 20% 추가 할인
22E 매출액	514	
22E 순이익	129	
Target PER(배)	17.0	
특비즈 적정가치	16,385	기존 대비 50% 추가 할인
22E 매출액	2,349	
22E 순이익	1,057	
Target PER(배)	15.5	
게임즈 지분가치	1,238	기존 20%에서 50%로 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	761	기존 대비 70% 추가 할인
기업가치	1,252	
지분율	61%	
재팬(픽코마) 지분가치	8,121	기존 대비 20% 추가 할인
기업가치	8,760	
지분율	93%	
뱅크 지분가치	1,695	기존 20%에서 50%로 할인 적용
기업가치	5,298	
지분율	32%	
페이 지분가치	2,055	기존 대비 70% 추가 할인
기업가치	3,375	
지분율	61%	
카카오엔터 지분가치	6,508	페이지 5.5 조, M 3 조, 래디쉬/타파스 합산
기업가치	9,500	
지분율	69%	
두나무 지분가치	2,250	기존 대비 50% 할인
기업가치	15,000	
지분율	15%	
순현금	1,400	별도기준
Bottom value	42,600	
발행 주식 수(천 주)	443,523	
Bottom value 주가(원)	96,049	
현재 주가(원)	111,000	
추가 하락 가능성	-13.5%	

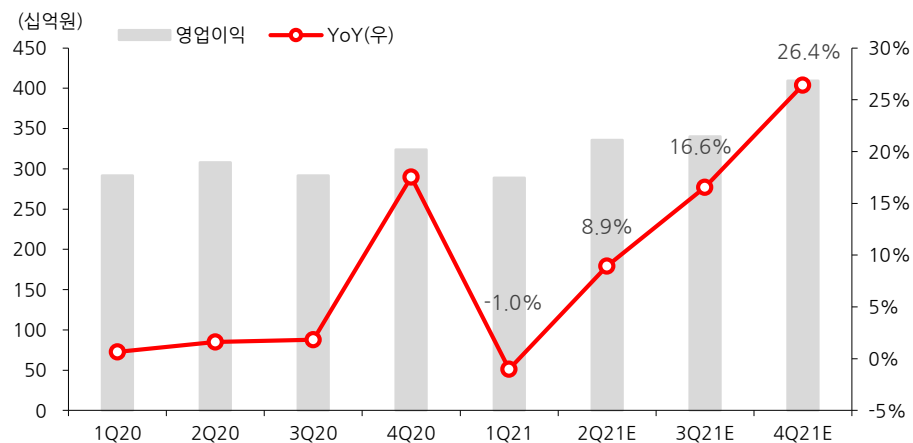
자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

### 3 분기 실적: 기대 이상의 서프라이즈는 없는 것으로 추정

NAVER의 3분기 연결 실적은 매출액 1.72조 원, 영업이익 3400억 원을 기록한 것으로 추정한다. 디스플레이 매출액은 신규상품 론칭 효과가 반영된 지난해 높은 수준에도 불구하고 28.6% 성장이 전망되는데, 스마트채널의 인벤토리 확대와 단가 상승세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 커머스 매출액은 코로나 재확산세로 인한 스마트스토어 거래액 증가로 인해 39.8% 증가한 것으로 전망된다. 최근 주가하락에 따라 주식보상비가 줄어들어 인건비 부담은 크지 않지만, 마케팅 집행은 지속된 것으로 파악된다.

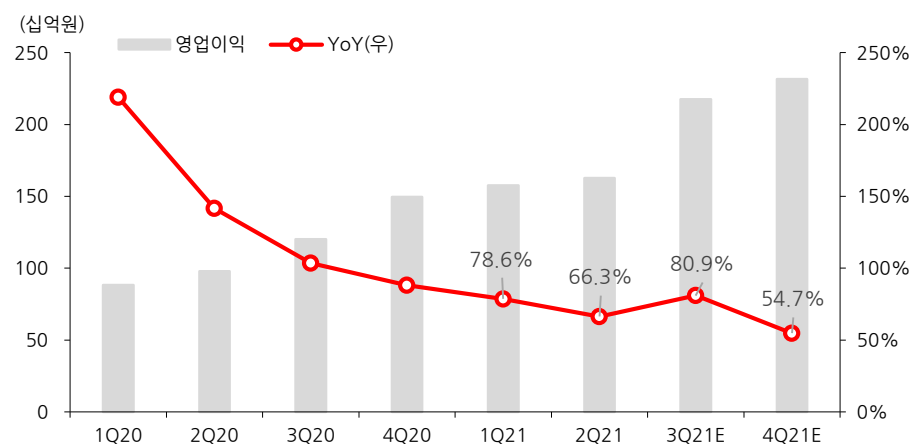
카카오의 3분기 매출액은 1.51조 원을 기록하며, 전년동기 대비 36.9% 증가한 것으로 추정한다. 특비즈 매출액이 41% 성장할 것으로 전망하는데, 비즈보드-톡채널-알림톡으로 이어지는 매출 선순환 효과가 크게 반영되고 있다. 플랫폼 기타 매출액은 T블루택시 매출의 고성장과 페이 거래액 확대에 따라 69% 증가할 것으로 전망한다. 다만, 영업이익은 게임, 모빌리티, 페이 관련 마케팅이 공격적으로 집행됨에 따라 컨센서스를 10% 하회한 것으로 추정한다.

[그림7] NAVER 영업이익 추이 및 전망



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 카카오 영업이익 추이 및 전망



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터



# NAVER (035420)

이슈가 지나가면 더욱 부각될 펀더멘털

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

**Buy** (유지)

목표주가(하향): 560,000원

현재 주가(10/5)	370,500원
상승여력	▲51.1%
시가총액	608,596억원
발행주식수	164,263천주
52 주 최고가 / 최저가	454,000 / 275,000원
90 일 일평균 거래대금	3,202.71억원
외국인 지분율	56.6%

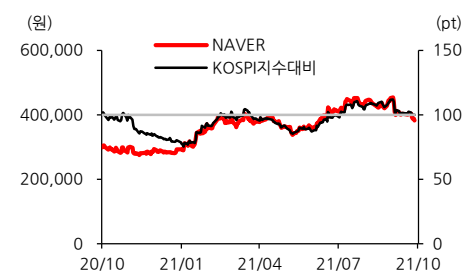
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
자사주 (외 1 인)	9.2%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-18.1	-9.6	-1.7	24.1
상대수익률(KOSPI)	-10.7	0.4	3.4	-1.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,356	5,304	6,776	8,442
영업이익	1,155	1,215	1,374	1,819
EBITDA	1,653	1,711	2,063	2,599
지배주주순이익	583	1,002	16,634	1,857
EPS	3,538	6,100	101,267	11,303
순차입금	-2,029	-1,919	-174	-934
PER	52.7	47.9	3.7	32.8
PBR	5.3	6.5	2.6	2.4
EV/EBITDA	17.4	27.0	29.4	23.1
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1
ROE	10.6	15.2	107.6	7.6

## 주가 추이



동사의 3 분기 실적은 컨센서스에 부합한 것으로 추정합니다. 동사에 대한 목표주가를 글로벌 플랫폼 밸류에이션 하락을 반영해 56 만 원으로 하향합니다.

## 3분기 실적은 컨센서스 부합한 것으로 추정

우리는 동사의 3분기 연결 실적으로 매출액 1.72조 원, 영업이익 3400억 원을 전망한다. 서치플랫폼 매출액은 전년동기 대비 14% 증가할 것으로 예상한다. 특히 디스플레이 매출액은 신규상품 론칭 효과가 반영된 지난해 높은 수준에도 불구하고 28.6% 성장이 전망되는데, 스마트 채널의 인벤토리 확대와 단가 상승세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 커머스 매출액은 코로나 재확산세로 인한 스마트스토어 거래액 증가로 인해 39.8% 성장할 것으로 예상한다. 콘텐츠 사업은 V라이브와 왓패드 실적이 온기 반영되며 호조세를 나타낸 것으로 전망된다. 최근 주가하락에 따라 주식보상비가 줄어들어 인건비 부담은 크지 않지만, 웹툰과 커머스 관련 마케팅 집행은 지속된 것으로 추정한다.

## 레벨업된 본업 성장세 지속, 마진 훼손 우려도 제한적

동사의 4분기 매출액도 전년동기 대비 24.9%나 성장하는 실적 모멘텀이 유지될 것으로 전망된다. 성과형 광고 확대와 쇼핑 호조세로 본업 성장 레벨이 한단계 높아졌으며, 왓패드, 문피아 인수를 통한 콘텐츠 사업과 클라우드 부문 성장 속도도 가팔라질 것으로 예상한다. 개발/운영비 증가와 해외 웹툰 마케팅 집행에 따른 마진 훼손에 대한 우려도 제한적이라고 판단한다. 우리는 4분기 영업이익이 전년동기 대비 21.7% 증가하며, 영업이익률은 21.7%를 기록할 것으로 전망한다.

## 목표주가 56만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 목표주가를 글로벌 플랫폼들의 밸류에이션 하락을 반영해 56만 원으로 하향한다. 최근 주가가 고점 대비 약 21% 하락하면서 내년 예상 실적 기준 PER은 33배 수준이다. 당분간 뉴스플로우에 따라 주가 변동성이 확대되겠지만, 동사는 판테크, 골목상권 등 관련 이슈에 문제 없는 사업을 영위하고 있다. 각종 이슈가 지나가면 동사의 펀더멘털에 집중하게 될 것으로 판단한다. 내년 매출 성장률이 25%나 전망되는 성장주를 매수할 기회가 다가온다.

[표14] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,155	1,276	1,361	1,513	1,499	1,664	1,724	1,889	4,356	5,304	6,776	8,442
YoY(%)	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	30.4	26.7	24.9	23.4	21.8	27.8	24.6
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	809.6	874.5	2,655	2,803	3,263	3,664
검색	519.6	527.6	542.0	565.4	569.7	603.2	593.5	633.1	2,101	2,155	2,399	2,587
디스플레이	125.1	150.5	168.1	204.8	183.0	222.8	216.1	241.4	554	648	863	1,077
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	399.1	444.3	792	1,090	1,533	2,064
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	248.6	278.0	407	677	969	1,360
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	151.7	172.3	309	460	600	764
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	94.9	115.1	120.3	194	274	412	590
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	2.9	(0.3)	8.2	11.3	16.8	21.8	14.0	13.5		5.6	16.4	12.3
검색	3.5	(1.4)	3.6	4.7	9.6	14.3	9.5	12.0		2.6	11.4	7.8
디스플레이	0.5	3.9	26.3	35.0	46.4	48.0	28.6	17.9		17.0	33.1	24.7
커머스	30.3	32.7	40.9	44.6	40.3	42.6	39.8	40.2		37.6	40.7	34.6
핀테크	57.6	72.4	67.6	67.8	52.2	41.2	42.8	38.2		66.6	43.0	40.4
콘텐츠	55.4	44.5	31.8	65.8	40.0	28.2	32.0	24.0		48.8	30.3	27.5
클라우드	14.5	53.6	66.2	33.1	71.1	48.1	50.9	40.6		41.4	50.6	43.2
영업비용	863	968	1,069	1,189	1,210	1,328	1,384	1,480	3,201	4,089	5,402	6,622
YoY(%)	22.8	23.3	32.1	31.6	40.3	37.2	29.5	24.5	33.6	27.7	32.1	22.6
개발/운영비용	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	399.6	407.6	456.5	1,029	1,197	1,638	1,893
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	610.8	641.3	1,393	1,797	2,344	2,969
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	177.5	184.6	421	550	688	830
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	176.0	188.3	197.7	358	546	733	931
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	288.8	335.6	340.0	409.3	1,155	1,215	1,374	1,819
영업이익률(%)	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.2	19.7	21.7	26.5	22.9	20.3	21.6
당기순이익	134.9	90.7	235.3	384.1	15,315	540.6	374.8	421.4	397	845	16,651	1,857
당기순이익률(%)	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	32.5	21.7	22.3	9.1	15.9	245.7	22.0

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표15] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
네이버 포털	21,049	
22E 순이익	979	OPM 40%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	21.5	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER 대비 10% 할인
커머스	33,930	
22E 네이버쇼핑 GMV	39,000	20년 28조 원 기록, 21년 35조 전망
	0.9	글로벌 커머스 업체들의 평균 EV/GMV 50% 할인
웹툰	8,672	
22E 웹툰 거래대금	1,800	네이버웹툰+라인망가 합산
Target PSR(배)	7.3	넷플릭스 가입자 고성장 시기 PSR
지분율	66%	
파이낸셜	6,440	
22E 네이버페이 거래대금	46,000	20년 26.5조 원
배수(기업가치/거래대금)	0.2	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	9,200	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
클라우드	2,655	
22E 매출액	590	
Target PSR(배)	4.5	아마존, 구글, MS 평균 PSR 50% 할인
위버스	412	
지분율	49%	8400억 원
Z홀딩스	13,527	30% 할인 적용
Z홀딩스 시가총액	58,559	
지분율	33%	
순현금	1,500	
자사주	4,041	30% 할인 적용
적정 기업가치	92,225	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	559,576	
목표 주가(원)	560,000	
현재 주가(원)	370,500	
상승 여력	51.1%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터



## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,587	4,356	5,304	6,776	8,442
매출총이익	5,587	4,356	5,304	6,776	8,442
영업이익	943	1,155	1,215	1,374	1,819
EBITDA	1,204	1,653	1,711	2,063	2,599
순이자손익	38	12	18	112	215
외화관련손익	-2	-7	-12	0	0
지분법손익	185	-25	128	437	451
세전계속사업손익	1,112	1,391	1,634	2,275	2,806
당기순이익	628	397	845	16,651	1,857
지배주주순이익	649	583	1,002	16,634	1,857
증가율(%)					
매출액	19.4	-22.0	21.8	27.8	24.6
영업이익	-20.1	22.5	5.2	13.0	32.4
EBITDA	-13.1	37.3	3.5	20.6	26.0
순이익	-18.5	-36.8	112.9	1,870.6	-88.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	16.9	26.5	22.9	20.3	21.6
EBITDA 이익률	21.5	37.9	32.3	30.4	30.8
세전이익률	19.9	31.9	30.8	33.6	33.2
순이익률	11.2	9.1	15.9	245.7	22.0

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	974	1,357	1,447	-7,664	2,236
당기순이익	628	397	845	16,651	1,857
자산상각비	261	498	495	689	780
운전자본증감	220	567	227	-58	-19
매출채권 감소(증가)	49	-56	-110	-151	-348
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	54	251
투자현금흐름	-388	-1,078	-2,503	-1,573	-1,463
유형자산처분(취득)	-517	-429	-750	-848	-845
무형자산 감소(증가)	-42	-71	-103	-47	-31
투자자산 감소(증가)	728	52	-1,229	-168	-50
재무현금흐름	751	52	1,192	10,244	-62
차입금의 증가(감소)	731	6	1,131	10,530	0
자본의 증가(감소)	-42	-47	-55	-286	-62
배당금의 지급	-42	-47	-55	-62	-62
총현금흐름	1,235	1,269	1,815	-7,605	2,255
(-)운전자본증가(감소)	-191	-578	1,987	-2,035	19
(-)설비투자	535	436	759	854	845
(+)자산매각	-24	-64	-94	-42	-31
Free Cash Flow	866	1,348	-1,026	-6,466	1,360
(-)기타투자	527	642	-1,793	2,603	538
잉여현금	339	705	767	-9,069	822
NOPLAT	528	764	849	997	1,204
(+) Dep	261	498	495	689	780
(-)운전자본투자	-191	-578	1,987	-2,035	19
(-)Capex	535	436	759	854	845
OpFCF	445	1,405	-1,403	2,868	1,119

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	5,386	5,644	10,545	5,315	6,430
현금성자산	4,069	4,124	2,816	3,828	4,588
매출채권	1,079	1,143	981	1,353	1,701
재고자산	57	55	4	5	6
비유동자산	4,496	6,656	6,470	27,228	28,314
투자자산	2,731	4,718	4,680	24,369	25,358
유형자산	1,457	1,596	1,685	2,038	2,192
무형자산	307	341	105	822	764
자산총계	9,881	12,300	17,014	32,544	34,744
유동부채	2,620	3,773	7,912	3,731	4,066
매입채무	595	759	434	974	1,224
유동성이자부채	357	729	647	672	672
비유동부채	1,312	2,022	847	4,830	4,900
비유동이자부채	814	1,366	251	2,981	2,981
부채총계	3,932	5,796	8,759	8,561	8,967
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,575	1,793	1,432	1,432
이익잉여금	5,229	5,712	6,655	23,247	25,041
자본조정	-1,546	-1,499	-1,097	-1,158	-1,158
자기주식	-1,297	-1,390	-1,215	-1,132	-1,132
자본총계	5,949	6,504	8,255	23,983	25,777

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	3,941	3,538	6,100	101,267	11,303
BPS	31,795	35,223	44,850	143,291	154,215
DPS	314	376	380	380	380
CFPS	7,501	7,702	11,047	-46,300	13,730
ROA(%)	7.2	5.3	6.8	67.1	5.5
ROE(%)	13.0	10.6	15.2	107.6	7.6
ROIC(%)	46.3	42.2	28.1	35.0	61.3
Multiples(x, %)					
PER	31.0	52.7	47.9	3.7	32.8
PBR	3.8	5.3	6.5	2.6	2.4
PSR	3.6	7.1	9.1	9.0	7.2
PCR	16.3	24.2	26.5	-8.0	27.0
EV/EBITDA	14.3	17.4	27.0	29.4	23.1
배당수익률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	66.1	89.1	106.1	35.7	34.8
Net debt/Equity	-48.7	-31.2	-23.2	-0.7	-3.6
Net debt/EBITDA	-240.7	-122.7	-112.2	-8.5	-35.9
유동비율	205.6	149.6	133.3	142.5	158.1
이자보상배율(배)	68.7	69.8	56.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	16.9	20.2	33.7	6.3	6.4
현금+투자자산	83.1	79.8	66.3	93.7	93.6
자본구조(%)					
차입금	16.5	24.4	9.8	13.2	12.4
자기자본	83.5	75.6	90.2	86.8	87.6



# 카카오 (035720)

많은 우려가 반영된 주가, 반전 요인은 아직

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 170,000원

현재 주가(10/5)	111,000원
상승여력	▲53.2%
시가총액	493,941억원
발행주식수	444,992천주
52 주 최고가 / 최저가	169,500 / 66,136원
90 일 일평균 거래대금	5,991.7억원
외국인 지분율	30.4%

주주 구성	
김범수 (외 66 인)	24.2%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-29.1	-29.3	10.2	49.3
상대수익률(KOSPI)	-21.6	-19.2	15.2	23.6

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,070	4,157	5,701	7,067
영업이익	207	456	769	1,156
EBITDA	426	722	1,079	1,462
지배주주순이익	-301	156	1,076	1,215
EPS	-721	354	2,425	2,737
순차입금	-1,419	-3,100	-4,239	-5,360
PER	-42.8	220.9	45.8	40.6
PBR	2.5	5.5	6.2	5.4
EV/EBITDA	27.8	43.4	41.8	30.1
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.0
ROE	-5.8	2.7	15.1	14.1

## 주가 추이



동사의 3 분기 매출액은 광고, 커머스 등 주요 사업 부문의 고성장으로 시장 기대치에 부합하겠지만, 게임, 모빌리티, 페이 관련 마케팅이 크게 집행되며 영업이익은 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다.

## 3분기 실적은 컨센서스 하회한 것으로 추정

우리는 동사의 3분기 매출액이 1.51조 원을 기록하며, 전년동기 대비 36.9% 증가할 것으로 전망한다. 토크비 매출액이 41% 성장할 것으로 전망하는데, 비즈보드-톡채널-알림톡으로 이어지는 매출 선순환 효과가 크게 반영되고 있다. 특히 메시지 건당 수수료를 수취하는 토크채널 매출은 70% 이상의 성장이 전망된다. 소비자들과의 지속가능한 관계형 커머스를 지향하는 마케팅 플랫폼으로 자리잡으며 광고주 수가 빠르게 증가하고 있다. 플랫폼 기타 매출액은 T블루 택시 매출의 고성장과 페이 거래액 확대에 따라 69% 증가할 것으로 전망한다. 영업이익은 2175억 원을 전망하며, 게임, 모빌리티, 페이 관련 마케팅이 공격적으로 집행됨에 따라 컨센서스를 10% 하회할 것으로 예상한다.

## 규제에 대한 대응, 페이와 모빌리티 사업 대책 발표

동사는 최근 나타나고 있는 정부와 정치권의 플랫폼 규제 강화 움직임에 대응하기 위한 몇 가지 대책을 발표했다. 먼저 모빌리티 관련 1) 기사 프로뮨비십 비용(기존 9.9만원에서 3.9만원) 인하, 2) 스마트콜(1000원 추가) 서비스 중단, 3) 대리운전 중개수수료도 기존 고정 20%에서 0~20%의 변동 요금제로 변경한다. 우리는 이런 변화가 작년 모빌리티 매출액 2800억 원에서 약 5% 미만 수준의 영향을 미치는 요인으로 판단한다. 또한 금소법에 위배될 소지가 있는 보험상품비교(자동차-운전자-반려동물 등) 서비스를 중단했다. 현재 보험 관련 매출은 카카오페이 매출에서 매우 미미한 상황(대부분 대출 관련 매출이 차지)이다.

## 투자의견 BUY와 목표주가 17만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 최근 동사의 주가는 고점 대비 38% 하락하면서 각종 규제 관련 우려가 반영됐다고 판단한다. 하지만, 그간 신규 사업 영역에서 수익화를 성공시키며 기업 가치를 증대시켜온 점을 고려하면 단기 모멘텀은 부진할 것으로 예상된다. 당분간 정부 규제 관련 뉴스플로우에 따라 주가 변동성이 확대될 것으로 전망한다.

[표16] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	868	953	1,100	1,235	1,258	1,352	1,506	1,585	3,070	4,157	5,701	7,067
YoY (%)	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	41.9	36.9	28.3	27.0	35.4	37.2	24.0
플랫폼부문	472	517	579	681	696	762	814	874	1,435	2,248	3,145	4,002
특비즈	234	257	293	365	374	390	412	449	650	1,149	1,625	2,349
포털비즈	117	117	121	123	117	125	122	135	524	478	500	514
플랫폼기타	122	142	165	193	205	246	279	290	261	621	1,020	1,138
콘텐츠부문	396	436	522	554	562	590	692	712	1,635	1,909	2,557	3,065
뮤직	169	169	182	185	185	188	190	192	587	705	755	794
스토리	97	119	148	164	175	186	200	213	297	528	774	996
게임	97	107	150	141	130	129	212	208	397	495	678	867
미디어	33	41	41	65	73	87	90	99	354	180	349	408
YOY 성장률												
플랫폼부문					47%	47%	41%	28%	38%	57%	40%	27%
특비즈					60%	52%	41%	23%	54%	77%	41%	45%
포털비즈					1%	7%	1%	10%	6%	-9%	5%	3%
플랫폼기타					68%	74%	69%	51%	113%	138%	64%	12%
콘텐츠부문					42%	35%	33%	28%	19%	17%	34%	20%
뮤직					9%	11%	4%	4%	10%	20%	7%	5%
스토리					80%	57%	35%	30%	36%	78%	47%	29%
게임					35%	20%	41%	47%	-5%	25%	37%	28%
미디어					119%	112%	119%	53%	69%	-49%	94%	17%
영업비용	780	855	980	1,085	1,100	1,190	1,288	1,354	2,863	3,701	4,932	5,911
YoY (%)	15.0	23.5	35.4	41.3	41.0	39.1	31.4	24.7	22.2	29.3	33.3	19.8
인건비	199	217	239	266	293	301	307	324	702	920	1,225	1,475
매출연동비	382	409	464	492	493	530	602	634	1,368	1,746	2,260	2,827
외주/인프라	92	107	114	145	144	165	181	190	360	458	680	777
마케팅비	30	39	76	88	67	91	97	102	151	232	357	398
상각비	59	62	67	78	79	79	78	80	221	265	317	328
기타	19	22	20	17	24	23	23	24	62	79	93	106
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.7	157.5	162.6	217.5	231.5	207	456	769	1,156
YoY (%)	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	66.3	80.9	54.7	183.5	120.4	68.7	50.3
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.0	14.4	14.6	6.7	11.0	13.5	16.4
당기순이익	80	145	144	-195	240	316	268	271	-340	173	1096	1215
YoY (%)	355	369	179	적유	200	118	87	흑전	적전	흑전	532.3	10.8
순이익률(%)	9.2	15.2	13.1	-15.8	19.1	23.4	17.8	17.1	-11.1	4.2	19.2	17.2

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
포털 적정가치	2,443	순이익률 25% 가정 글로벌 포털 평균 PER에 10% 할인
22E 매출액	514	
22E 순이익	129	
Target PER(배)	19.0	
특비즈 적정가치	36,471	순이익률 45% 가정 페이스북 PER에 10% 할증 적용
22E 매출액	2,349	
22E 순이익	1,057	
Target PER(배)	34.5	
게임즈 지분가치	1,981	시가총액에 20% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	2,537	22E 매출액에 우버, 리프트 평균 PSR 적용
기업가치	4,173	
지분율	61%	
재팬(픽코마) 지분가치	10,151	22E 거래액에 넷플릭스 가입자 고성장 시기 PSR 적용
기업가치	10,950	
지분율	93%	
뱅크 지분가치	2,713	시가총액에 20% 할인
기업가치	8,477	
지분율	32%	
페이 지분가치	6,851	MAU 2500 만명에 MAU 당 가치 적용
기업가치	11,250	
지분율	61%	
카카오엔터 지분가치	6,508	페이지 5.5 조, M 3 조, 래디쉬/타파스 합산
기업가치	9,500	
지분율	69%	
두나무 지분가치	4,500	예상 순이익 2 조에 PER 15 배 적용
기업가치	30,000	
지분율	15%	
순현금	1,400	별도기준
적정 기업가치	75,554	
발행 주식 수(천 주)	443,523	
적정 주가(원)	170,351	
목표 주가(원)	170,000	
현재 주가(원)	111,000	
상승 여력	53.2%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,417	3,070	4,157	5,701	7,067
매출총이익	2,417	3,070	4,157	5,701	7,067
영업이익	73	207	456	769	1,156
EBITDA	208	426	722	1,079	1,462
순이자손익	33	20	19	70	119
외화관련손익	22	13	7	0	0
지분법손익	21	1	293	695	524
세전계속사업손익	131	-234	414	1,559	2,005
당기순이익	16	-342	173	1,096	1,215
지배주주순이익	48	-301	156	1,076	1,215
증가율(%)					
매출액	22.5	27.0	35.4	37.2	24.0
영업이익	-55.9	183.5	120.4	68.7	50.3
EBITDA	-29.5	104.6	69.7	49.4	35.4
순이익	-87.3	적전	흑전	532.3	10.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	3.0	6.7	11.0	13.5	16.4
EBITDA 이익률	8.6	13.9	17.4	18.9	20.7
세전이익률	5.4	-7.6	10.0	27.4	28.4
순이익률	0.7	-11.1	4.2	19.2	17.2

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	491	753	971	506	1,158
당기순이익	131	-234	414	1,095	1,215
자산상각비	135	219	266	310	305
운전자본증감	329	371	183	22	139
매출채권 감소(증가)	-1	39	-60	-198	-168
재고자산 감소(증가)	-9	-19	-4	-10	-11
매입채무 증가(감소)	154	100	104	214	237
투자현금흐름	-1,261	-414	-1,261	-1,467	-140
유형자산처분(취득)	-85	-99	-169	-199	-245
무형자산 감소(증가)	-45	-55	-81	-123	-128
투자자산 감소(증가)	-865	305	-684	-1,499	-116
재무현금흐름	891	322	1,305	1,203	-13
차입금의 증가(감소)	-139	88	418	497	0
자본의 증가(감소)	1,036	290	-10	707	-13
배당금의 지급	-13	-10	-10	-11	-13
총현금흐름	279	460	842	485	1,019
(-)운전자본증가(감소)	-188	-509	-975	-34	-139
(-)설비투자	97	106	183	201	245
(+)자산매각	-33	-48	-66	-121	-128
Free Cash Flow	336	815	1,567	197	785
(-)기타투자	123	703	1,119	-342	-349
잉여현금	213	112	448	538	1,134
NOPLAT	9	150	191	541	701
(+) Dep	135	219	266	310	305
(-)운전자본투자	-188	-509	-975	-34	-139
(-)Capex	97	106	183	201	245
OpFCF	235	771	1,249	684	900

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,830	4,921	7,305	8,623
현금성자산	2,201	2,198	4,133	6,017	7,138
매출채권	389	386	489	789	957
재고자산	36	49	46	54	65
비유동자산	5,101	5,908	7,033	8,274	8,516
투자자산	1,226	2,009	3,209	4,296	4,471
유형자산	315	350	437	474	493
무형자산	3,865	3,548	3,388	3,504	3,552
자산총계	7,960	8,737	11,954	15,579	17,139
유동부채	2,039	2,433	3,359	4,049	4,386
매입채무	461	576	832	1,113	1,350
유동성이자부채	623	535	329	485	485
비유동부채	293	564	1,167	1,930	1,952
비유동이자부채	45	245	704	1,293	1,293
부채총계	2,332	2,997	4,526	5,979	6,338
자본금	42	43	44	44	44
자본잉여금	4,648	5,043	5,833	6,525	6,525
이익잉여금	453	148	316	1,394	2,596
자본조정	-6	-9	105	28	28
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	5,627	5,740	7,428	9,600	10,802

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	124	-721	354	2,425	2,737
BPS	12,365	12,165	14,296	18,002	20,709
DPS	25	25	30	30	30
CFPS	722	1,102	1,914	1,092	2,295
ROA(%)	0.7	-3.6	1.5	7.8	7.4
ROE(%)	1.0	-5.8	2.7	15.1	14.1
ROIC(%)	0.3	4.7	7.6	26.1	35.2
Multiples(x, %)					
PER	166.7	-42.8	220.9	45.8	40.6
PBR	1.7	2.5	5.5	6.2	5.4
PSR	3.3	4.2	8.3	8.6	7.0
PCR	28.6	28.0	40.8	101.6	48.4
EV/EBITDA	33.9	27.8	43.4	41.8	30.1
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	41.4	52.2	60.9	62.3	58.7
Net debt/Equity	-27.2	-24.7	-41.7	-44.2	-49.6
Net debt/EBITDA	-737.1	-333.4	-429.1	-392.8	-366.7
유동비율	140.2	116.3	146.5	180.4	196.6
이자보상배율(배)	7.8	16.1	24.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	50.2	41.0	22.4	16.4	14.5
현금+투자자산	49.8	59.0	77.6	83.6	85.5
자본구조(%)					
차입금	10.6	12.0	12.2	15.6	14.1
자기자본	89.4	88.0	87.8	84.4	85.9

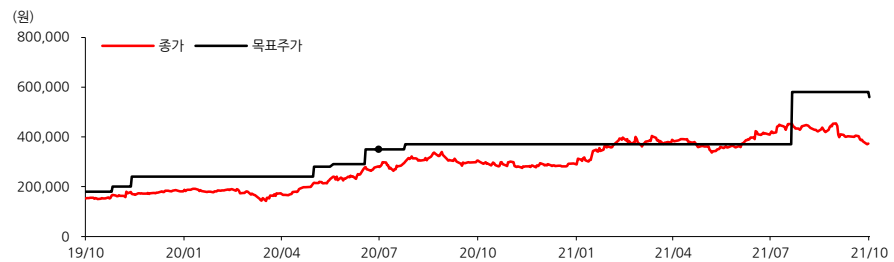
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 10월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)  
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ NAVER 주가와 목표주가 추이 ]



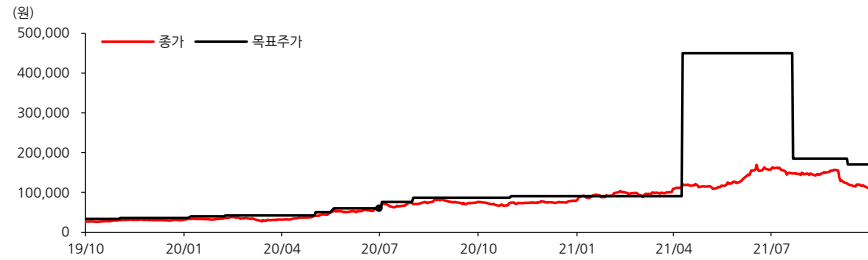
[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	투자의견	목표가격	2016.08.12	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.01	2019.11.11	2019.11.19
투자등급변경	Buy	180,000	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	투자의견	목표가격	2020.01.13	2020.01.31	2020.03.10	2020.03.18	2020.04.24	2020.05.07
투자등급변경	Buy	240,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000
일 시	투자의견	목표가격	2020.05.25	2020.06.24	2020.07.31	2020.08.05	2020.09.16	2020.09.24
투자등급변경	Buy	350,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000
일 시	투자의견	목표가격	2020.10.07	2020.10.30	2020.11.11	2021.07.27	2021.09.08	2021.10.07
투자등급변경	Buy	580,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000	560,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.01	Buy	200,000	-16.73	-10.00
2019.11.19	Buy	240,000	-26.13	-11.67
2020.05.07	Buy	280,000	-22.02	-17.68
2020.05.25	Buy	290,000	-16.79	-4.83
2020.06.24	Buy	350,000	-20.13	-14.57
2020.07.31	Buy	370,000	-7.45	22.16
2021.07.27	Buy	580,000	-27.18	-21.72
2021.10.07	Buy	560,000		

## [ 카카오 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.08	2019.11.11	2020.01.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		165,000	165,000	180,000	180,000	200,000
일 시	2020.02.14	2020.03.10	2020.03.30	2020.05.08	2020.05.25	2020.07.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	210,000	250,000	300,000	380,000
일 시	2020.08.05	2020.08.07	2020.09.16	2020.09.24	2020.10.07	2020.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	380,000	430,000	430,000	430,000	430,000	450,000
일 시	2020.11.11	2021.07.27	2021.08.09	2021.09.08	2021.09.16	2021.10.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	450,000	185,000	185,000	185,000	170,000	170,000

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.08	Buy	36,129	-14.48	-8.33
2020.01.13	Buy	40,143	-16.67	-10.50
2020.02.14	Buy	42,151	-19.46	-1.91
2020.05.08	Buy	50,179	-10.98	-1.20
2020.05.25	Buy	60,215	-9.83	9.33
2020.07.09	Buy	76,272	-10.75	-2.50
2020.08.07	Buy	86,308	-14.25	-4.19
2020.11.06	Buy	90,323	18.36	87.66
2021.07.27	Buy	185,000	-21.43	-15.41
2021.09.16	Buy	170,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%