



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	150,000 원
현재주가	111,000 원

컨센서스 대비 (3Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (10/5)	2,962.17pt
시가총액	493,941 억원
발행주식수	444,992 천주
52 주 최고가/최저가	169,500 / 66,136 원
90 일 일평균거래대금	5,991.70 억원
외국인 지분율	30.4%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	18,834 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -21.6%
	6개월 15.2%
	12개월 23.6%
주주구성	김범수 외 65인 24.2%
	국민연금공단 8.4%
	Maximo Pte. Ltd 6.3%

Stock Price

카카오 (035720)

방향성, 잠재력 유효. 규제 이슈 안정화까지 시간만 다소 필요

3Q21 영업실적은 오딘 온기 반영 효과로 YoY, QoQ 모두 호조 전망

3Q21 연결영업실적은 매출 17,280억원(yoy 57.0%, qoq 27.8%), 영업이익 1,887억원(yoy 57.0%, qoq 16.1%)으로서 yoy, qoq 모두 호조가 예상된다. 이는 6/29 론칭하여 슈퍼히트를 시현 중인 [오딘 한국] 매출의 3개월 Fully 반영 효과에 따른 것이다.

한편, 3Q21 영업실적은 시장 컨센서스 전망치 대비 매출은 다소 초과하나, 영업이익은 상당수준 미달할 것으로 전망한다. 이는 자회사 카카오게임즈의 [오딘 한국] 매출 온기 반영에 따른 실적 개선 효과를 반영함에 있어 혼선이 있기 때문인 것으로 판단한다.

동사의 경우 분기별 영업실적에 대한 예측 가능성이 높은 편이었다. 매출의 경우 최근 매분기 견조한 성장세가 지속되며 시장 컨센서스 전망치에도 대부분 부합했었다. 영업이익도 가끔 일회성 비용의 발생으로 차이가 나긴 하나 기본적으로는 대체로 컨센서스에 부합했었다. 그런데, 3Q21 실적은 6/29 론칭하여 슈퍼히트를 시현 중인 [오딘 한국] 매출의 온기 반영에 따른 매출 급증과, [오딘 한국] 매출 급증에 연동되는 영업비용의 급증(인건비, 마케팅비, 지급수수료 등)에 대한 추정치의 반영이라는 변수가 생겼다. 이에 따라 현재 3Q21 실적 컨센서스 전망치는 상당한 혼선이 혼재되어 있다는 점, 즉 [오딘 한국] 실적을 반영하고 있는 전망치, 반영하지 않고 있는 전망치, 반영은 했는데 매출과 영업비용 반영간 미스매칭이 반영된 전망치 등 여수선한 상황이라는 점은 참고할 필요가 있다.

중장기 상승 잠재력 유효. 단기적으로 규제 이슈 안정화까지 시간 필요

9/24 발간 자료에서 플랫폼 사업 전반에 대한 규제 영향을 반영하여 목표주가는 182,000원에서 150,000원으로 하향했었다. 그리고, 투자 의견은 Buy를 유지하나 Middle / Long Term Buy 관점을 견지했었다.

본 자료에서는 목표주가는 얼마 전 9/24 자료에서 규제 영향을 반영하여 조정했던 15만 원을 그대로 유지하고, 투자 의견도 Buy를 유지하되 Middle / Long Term Buy 관점을 그대로 유지하기로 한다.

플랫폼 사업의 성장잠재력 및 전세기적인 방향성은 확고부동하며 대표적인 종합 플랫폼 업체인 동사의 주가는 중장기적으로 상당수준의 추가 상승 잠재력을 보유하고 있다고 판단한다. 다만, 주가가 제 가치에 수렴하는 방향성을 찾기 위해선 금번 플랫폼 사업 규제 이슈의 안정화가 가장 중요하며 그 때까지는 다소의 시간이 필요할 수 있다고 판단한다.

우선 10월 국감 기간(10/1 ~ 10/15. 10/1 과기부, 국토부에 이어 10/5 방통위, 공정위 국감 일정 등 참조) 플랫폼 업체들, 특히 동사에 대한 국감의 내용과 여론 및 파장을 살펴야 하고 길게는 내년 대선까지는 규제 이슈가 이어질 수 있다는 점은 감안할 필요가 있다고 판단한다. 그러나, 규제 이슈 작동 이후 16 거래일 만에 28%의 급격한 조정을 거치며 규제 이슈에 대한 내성은 어느 정도 생겼다고 판단하는 바, 금번 규제 이슈가 향후 더 이어지더라도 주가 조정 영향은 갈수록 안정화될 것으로 기대한다.

3Q21 영업실적 Preview

표1 3Q21 영업실적 Preview

(억원, %)	3Q20	2Q21	3Q21E(종전)	3Q21E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	11,004	13,522	17,592	17,280	57.0	27.8	-1.8
플랫폼부문	5,785	7,618	8,419	8,227	42.2	8.0	-2.3
특비즈	2,925	3,905	4,380	4,213	44.0	7.9	-3.8
포털비즈	1,212	1,251	1,208	1,208	-0.3	-3.5	0.0
플랫폼 기타	1,649	2,462	2,831	2,806	70.2	14.0	-0.9
콘텐츠부문	5,219	5,904	9,173	9,053	73.5	53.3	-1.3
게임	1,504	1,286	4,242	4,242	182.1	229.9	0.0
뮤직	1,820	1,881	1,920	1,920	5.5	2.1	0.0
스토리	1,484	1,864	2,054	1,986	33.8	6.6	-3.3
미디어	411	874	957	905	120.0	3.5	-5.5
영업비용	9,802	11,896	14,979	15,393	57.0	29.4	2.8
인건비	2,393	3,010	3,507	3,236	35.2	7.5	-7.7
매출연동비	4,637	5,303	6,949	7,845	69.2	48.0	12.9
외주/인프라	1,139	1,649	1,752	1,752	53.8	6.2	0.0
마케팅비	763	911	1,680	1,469	92.6	61.2	-12.6
상각비	668	788	837	837	25.3	6.2	0.0
기타	203	234	254	254	25.3	8.5	0.0
영업이익	1,202	1,626	2,613	1,887	57.0	16.1	-27.8
영업이익률(%)	10.9	12.0	14.9	10.9	Flat	1.1%P ↓	4.0%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q21 영업실적 전망치 비교(컨센서스 및 당사 전망치 대비)

(억원, %)	3Q21E(당사 종전)	3Q21E(컨센서스)	3Q21E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	17,592	16,324	17,280	-1.8	5.9
영업이익	2,613	2,393	1,887	-27.8	-21.1
영업이익률(%)	14.9	14.7	10.9	4.0%P ↓	3.8%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

표3 카카오 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	8,684	9,529	11,004	12,351	12,580	13,522	17,280	18,308	18,294	19,515	20,750	22,550
플랫폼부문	4,721	5,166	5,785	6,807	6,955	7,618	8,227	9,556	9,742	10,573	11,333	12,780
특비즈	2,339	2,572	2,925	3,654	3,736	3,905	4,213	5,006	5,065	5,255	5,566	6,327
포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,227	1,175	1,251	1,208	1,294	1,243	1,307	1,267	1,345
플랫폼 기타	1,216	1,419	1,649	1,926	2,045	2,462	2,806	3,255	3,434	4,011	4,501	5,108
콘텐츠부문	3,963	4,363	5,219	5,544	5,624	5,904	9,053	8,752	8,552	8,941	9,416	9,770
게임	968	1,075	1,504	1,408	1,303	1,286	4,242	3,639	3,288	3,540	3,808	3,846
뮤직	1,692	1,687	1,820	1,855	1,846	1,881	1,920	1,947	1,924	1,955	1,990	2,012
스토리	970	1,190	1,484	1,636	1,747	1,864	1,986	2,148	2,273	2,417	2,557	2,744
미디어	333	412	411	646	729	874	905	1,018	1,067	1,030	1,061	1,168
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,855	11,004	11,896	15,393	16,443	15,988	16,806	17,569	19,500
인건비	1,987	2,165	2,393	2,657	2,929	3,010	3,236	3,544	3,661	3,584	3,734	4,026
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,915	4,930	5,303	7,845	7,964	7,720	8,138	8,549	9,336
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,445	1,649	1,752	2,128	2,096	2,327	2,443	2,895
마케팅비	299	385	763	875	672	911	1,469	1,611	1,271	1,464	1,473	1,759
상각비	587	616	668	782	792	788	837	900	924	953	1,005	1,067
기타	191	223	203	174	236	234	254	296	316	341	365	417
영업이익	882	978	1,202	1,497	1,575	1,626	1,887	1,865	2,305	2,709	3,180	3,051
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.0	10.9	10.2	12.6	13.9	15.3	13.5
순이익	799	1,452	1,437	-1,955	2,399	3,159	1,813	1,652	1,924	2,108	2,507	2,377
순이익률(%)	9.2	15.2	13.1	-15.8	19.1	23.4	10.5	9.0	10.5	10.8	12.1	10.5
순이익(지배주주)	775	1,398	1,275	-1,891	2,245	3,117	1,695	1,553	1,818	2,003	2,389	2,251
순이익 대비 비중(%)	96.9	96.2	88.7	96.7	93.6	98.7	93.5	94.0	94.5	95.0	95.3	94.7
qoq(%)												
매출액	2.5	9.7	15.5	12.2	1.8	7.5	27.8	5.9	-0.1	6.7	6.3	8.7
영업이익	10.8	10.8	23.0	24.5	5.3	3.2	16.1	-1.2	23.6	17.5	17.4	-4.1
순이익	흑전	80.4	-8.8	적전	흑전	38.8	-45.6	-8.4	17.1	10.2	19.3	-5.8
yoy(%)												
매출액	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	41.9	57.0	48.2	45.4	44.3	20.1	23.2
영업이익	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	66.3	57.0	24.6	46.3	66.6	68.5	63.5
순이익	181.6	260.4	128.9	적지	189.9	123.0	32.9	흑전	-19.0	-35.7	41.0	44.9
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-1.8	-2.0	-2.0	-2.0	-2.6	-2.6
영업이익							-27.8	-15.5	-8.6	-5.0	-1.8	2.5
순이익							-21.6	-12.2	-7.1	-4.3	-1.5	2.1

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 카카오 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	30,701	41,568	61,690	81,108	98,053
플랫폼부문	15,161	22,479	32,355	44,429	56,805
특비즈	6,763	11,490	16,859	22,213	26,854
포털비즈	5,236	4,780	4,928	5,162	5,352
플랫폼 기타	3,162	6,210	10,568	17,054	24,599
콘텐츠부문	15,540	19,089	29,334	36,679	41,248
게임	3,974	4,955	10,470	14,483	16,118
뮤직	6,628	7,053	7,594	7,880	8,133
스토리	2,972	5,280	7,744	9,991	12,090
미디어	1,966	1,801	3,526	4,326	4,907
영업비용	28,633	37,010	54,735	69,863	84,278
인건비	7,015	9,202	12,720	15,004	17,268
매출연동비	13,680	17,464	26,042	33,742	40,391
외주/인프라	3,601	4,577	6,974	9,761	13,002
마케팅비	1,512	2,323	4,663	5,967	7,027
상각비	2,206	2,653	3,316	3,949	4,621
기타	618	791	1,021	1,439	1,969
영업이익	2,068	4,559	6,954	11,245	13,775
영업이익률(%)	6.7	11.0	11.3	13.9	14.0
순이익	-3,419	1,734	9,023	8,915	10,594
순이익률(%)	-11.1	4.2	14.6	11.0	10.8
순이익(지배주주)	-3,010	1,556	8,610	8,460	10,002
순이익 대비 비중(%)	88.0	89.8	95.4	94.9	94.4
EPS	-793	392	2,028	2,004	2,381
지배주주 EPS	-698	352	1,935	1,901	2,248
yoy(%)					
매출액	27.0	35.4	48.4	31.5	20.9
영업이익	183.5	120.4	52.6	61.7	22.5
순이익	적전	흑전	453.2	-1.7	18.2
EPS	적전	흑전	453.2	-1.7	18.2
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-1.1	-2.3	-2.8
영업이익			-13.3	-2.9	-2.8
순이익			-7.3	-2.6	-2.5
EPS			-7.3	-2.6	-2.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표5 카카오페이 Valuation_ 결제/송금 중심 주요 TechFin 잠재가치 밸류에이션 참조

구분		네이버페이	카카오페이	페이코
MAU		1,400만	2,145만	400만
가맹점	온라인	49만	69만 + (온라인 4만, 오프라인 65만 내외 추산 / 온오프 모두 중대형을 대부분 가맹)	10만
	오프라인	105만 (제로페이 제휴 가맹점 96.5만) (예약/테이블오더 11.6만)		자체 20만 + 제로페이 제휴 60만 + 삼성페이 제휴 270만
거래액		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%) (대부분 온라인결제액) (코로나 19 수혜로 온라인결제 폭발적 성장세)	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%) (송금액 50% 이상) (온라인결제, 금융서비스 폭발적 성장세)	2019년 6.0조원 (YoY 30%) 2020년 7.0조원 (YoY 17%) 1Q20 1.7조원 (YoY 29%) 2Q20 1.7조원 (YoY 23%) 3Q20 1.8조원 (YoY 20%) 4Q20 1.8조원(YoY 1%) (결제액 80% 이상) (온라인결제 상대적 부진) (오프라인결제 고성장 중이었으나 2020년은 코로나 19로 위축)
최신 시장평가 가치 (전체가치 기준)		2020년 1월 미래에셋 4개 계열사 편당 시 전체가치 기준 26,643억원 (7,993억원, 지분율 30%) (2019년 16.2조원 x Multiple 0.16배)	2021년 11월초 상장 예정. 희망공모가 Range는 상장 후 기준 시총 78,220억원 ~ 117,330억원	2019년 7월 한화생명보험, 너브 편당 시 7,350억원 (2019년 거래액 6.0조원 x Multiple 0.12배)
당사 시뮬레이션 평가가치 (전체가치 기준)		14.82조원 (2021E 거래액 39.0조원 x Multiple 0.38배)	16.00조원 (2021E 거래액 100조원 x Multiple 0.16배)	0.900조원 (2021E 거래액 9조원 x Multiple 0.10배)
주요 주주		NAVER: 70% 미래에셋대우: 30%	카카오: 47.8% (상장 전 55.0% → 상장 후 47.8%) 알리페이 싱가포르 홀딩스: 39.1% (상장 전 45.0% → 상장 후 39.1%)	NHN: 68.42%
각사 가치 기여		NAVER 가치 기여 7.2618조원 [14.82조원 × 70% × (1-30%)] * 30% DC (비상장 감안)	카카오 가치 기여 4.5917조원 [16.00조원 × 47.83% × (1-40%)] * 40% DC (상장 직전 감안)	NHN 가치 기여 0.4310조원 [0.90조원 × 68.42% × (1-30%)] * 30% DC (비상장 감안)

▶ 2021E 거래액 대비 Multiple 산정

- ▷ 네이버페이는 거래액 대부분이 결제액이고, 검색/커머스/결제의 네이버 생태계 기반 막강한 플랫폼 경쟁력 감안 시 3개 중 훨씬 높은 프리미엄 적절. 국내 1위 EC 네이버 커머스 부문과 국내 압도적 1위 검색포털과의 막강한 시너지를 통해 결제액 중심의 고성장 지속 전망. 결제 또한 신용카드 결제 비중을 줄이고 네이버 포인트 통한 송금/이체 방식 결제 비중 확대 정책 적극적으로 펴고 있음. CJ대통, 신세계/이마트 등과의 물류 제휴 통한 EC 확대정책 또한 네이버페이와 시너지 기대
- ▷ 카카오페이는 플랫폼 경쟁력 우수하나 네이버페이 대비 EC 거래액 열위(2020년 27.8조원 vs 5.6조원), 결제액 비중 열위(결제액 거의 100% vs 송금 비중 70%) 감안하여 거래액 대비 적용 Multiple은 네이버페이의 42% 정도로 책정
- ▷ 페이코는 결제액 비중은 네이버페이보다는 낮으나 카카오페이보다는 높음(80% 정도 추정). 다만, 네이버페이, 카카오페이와 달리 플랫폼 기반이 아니고 별도 앱 방식이라 플랫폼 경쟁력 대폭 열위. 각각 국민 포털 네이버, 국민 SNS 카카오톡 플랫폼을 바탕으로 한 검색/EC/결제 플랫폼 생태계 및 메신저/EC/결제 플랫폼 생태계와의 경쟁력 대폭 열위. 따라서, 거래액 규모도 가장 작을 뿐만 아니라 거래액 대비 적용 Multiple도 가장 낮은 수준 적용

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 카카오커머스 Valuation

(억원, 배, %)	2020년 거래액	적용 Multiple	시가총액
쿠팡	210,000	3.31	694,398
NAVER 커머스 부문	280,000	0.68	190,728
쿠팡 대비 Discount Rate		79.4%	
카카오커머스	56,370	1.11	62,443
쿠팡 대비 Discount Rate		66.5%	

주: 쿠팡 시가총액은 21.08.06 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%			67,218	18,225	자체 TP 기준 시총 적용 & 상장 자회사 가치 DC 40%
카카오 엔터테 인먼트	68.37%	<p>카카오페이지, 카카오엠 합병 전:</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>카카오페이지, 카카오엠 합병 후:</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>픽코마 거래액 추이: 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>거래액 yoy 추이 비교: 카카오페이지 2019년 29.2%, 2020년 15.5% vs 픽코마 2019년 136.0%, 2020년 238.9% → 픽코마 거래액 성장성이 카카오페이지 성장성보다 훨씬 높음</p> <p>2021년 거래액 목표 비교: 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>OPM 추이 비교: 카카오페이지 2019년 11.9%, 2020년 12.1% VS 픽코마 2019년 적자(But, 4Q19 흑전), 2020년 한 자릿수 흑전 → 수익성은 카카오페이지가 픽코마보다 우위</p> <p>픽코마 가치 시뮬레이션: 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>픽코마 동사 가치 귀속분: 카카오재팬 지분율은 카카오 78.44%, 합병 후 카카오엔터테인먼트 19.9%. 따라서, 카카오 지배력은 $78.44\% + (19.9\% \times 68.71\%) = 92.04\%$. 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%	<p>2017년 6월 TPG(Texas Pacific Group)가 지분 30.7%에 5,000억원 투자. 이는 전체가치 환산 시 16,287억원</p> <p>2021년 3월 칼라일 펀드로부터 지분 6.69%에 2,199억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.29조원 정도</p> <p>2021년 4월 구글로부터 지분 1.69%에 565억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.35조원 정도</p> <p>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</p> <p>택시(티블루, 티벤티) 잠재력 감안 시 2017년 6월 펀딩 시에 비해 지금은 가치 대폭 제고, 7조원 이상 가능 판단</p>		93,800	41,576	자체평가는 최근 시장 펀딩 레퍼런스 가치 대비 2.8배 할증 & 자회사 가치 DC 30%
카카오 페이	상장 후 47.83%	<p>시뮬레이션 평가: 상장 후 기준 16.0조원 평가</p> <p>▷ 2021E 거래액 100조원 x Multiple 0.16배</p>		160,000	45,917	자체평가 16.0조원 & 상장 예정 자회사 가치 DC 40%
카카오 뱅크	상장 후 27.26%	<p>1. 시뮬레이션 평가: 상장 후 기준 20.21조원 평가</p> <p>▷ 2021E 거래액(수신액) 30조원 X 0.67배</p> <p>▷ 네이버페이 산정 가치 14.0조원은 2021E 거래액 39.0조원 X Multiple 0.36배. 카카오뱅크는 네이버페이 적용 Multiple 대비 86% 프리미엄</p> <p>2. 상장 후 현재 시가총액: 31.88조원</p> <p>3. 자체 평가가치: 31.88조원(현재 시가총액 준용)</p>		290,286	47,479	자체평가 가치 현재시총 준용 & 상장 자회사 가치 DC 40%
커머스 부문		<p>쿠팡 현재 시총 57.94조원, 목표주가 기준 시총 86.69조원. 이를 각각 60 : 40으로 가중 평균한 평가가치는 69.44조원이며 이는 2020년 거래액 대비 Multiple 3.31배</p> <p>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 카카오커머스가 네이버 커머스 부문 대비 열위였으나 성장성은 카카오커머스가 우위였다는 점을 감안하여 쿠팡 대비 Multiple DC는 네이버 커머스 부문보다 카카오커머스를 더 작게 적용) → 카카오커머스 자체 평가가치는 2020년 거래액 추산액 5.6조원에 쿠팡 대비 66.5% 할인한 1.11배를 적용한 6.24조원으로 평가함</p>		62,443	62,443	자체평가 6.24조원 (2020년 거래액 5.6조원 X Multiple 1.11배) & 합병 후 자체 사업부로 편입, 가치 DC 없음

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 카카오 SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022 지배주주 EPS (원)	적용 PER (배)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)
카카오 가치	1,901	78.9	150,000	667,488
조정이익 가치	1,317	46.7	61,471	273,540
카카오게임즈 가치				18,225
카카오엔터테인먼트 가치				79,733
픽코마 가치				98,575
카카오 모빌리티 가치				41,576
카카오페이 가치				45,917
카카오뱅크 가치				47,479
커머스 부문 가치				62,443

주: 조정이익 가치 산정 시 지배주주순이익 추정치는 연결 지배주주순이익에서 게임즈, 엔터테인먼트, 모빌리티, 페이, بانک, 커머스 등 약식 순이익 추정치를 차감 조정한 것

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 카카오 목표주가 변동

구분	2022 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	1,951	76.9	150,000	667,488
신규	1,901	78.9	150,000	667,488
변경률(%)	-2.6	2.6	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

카카오 (035720)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동/비유동자산	8,737	11,450	13,184	14,907	16,637
현금및현금성자산	1,918	2,878	3,860	4,839	5,839
유무형자산/투자자산	5,474	6,424	6,539	6,665	6,802
기타	1,345	2,149	2,785	3,404	3,996
금융업자산	0	504	563	621	677
현금및현금성자산	0	17	19	22	24
유무형자산	0	42	47	52	57
기타	0	445	497	548	596
자산총계	8,737	11,954	13,747	15,528	17,314
유동/비유동부채	2,997	4,096	4,886	5,735	6,423
매입채무및기타채무	579	836	1,119	1,366	1,566
단기이자지급성부채	449	188	0	0	0
장기이자지급성부채	72	410	410	410	410
기타	1,898	2,661	3,357	3,959	4,448
금융업부채	0	431	480	528	575
예수부채	0	378	421	463	504
기타	0	53	59	65	71
부채총계	2,997	4,526	5,366	6,263	6,998
지배주주지분	5,225	6,299	7,252	8,136	9,188
자본금	43	44	45	45	45
자본잉여금및기타	5,034	5,938	5,997	5,997	5,997
이익잉여금	148	316	1,211	2,095	3,146
비지배주주지분	515	1,129	1,129	1,129	1,129
자본총계	5,740	7,428	8,381	9,265	10,316

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	753	971	1,998	1,945	2,056
영업 창출 현금	831	1,025	2,205	2,271	2,469
당기순이익	-342	173	902	892	1,059
조정사항	802	668	781	932	1,049
상각비	221	265	332	395	462
법인세비용	108	241	208	334	424
이자비용	13	19	36	43	50
이자수익	-32	-23	-27	-34	-39
기타	493	167	231	194	152
자산, 부채 증감	371	183	522	448	361
법인세, 이자, 배당금	-78	-54	-207	-326	-413
투자활동 현금	-414	-1,261	-870	-951	-1,041
유동금융자산 증감	327	-472	-357	-356	-364
유무형자산 증감	-155	-249	-298	-364	-433
투자/기타자산 증감	-587	-539	-215	-231	-244
재무활동 현금	322	1,305	-143	-13	-13
차입금/사채 증감	-134	424	-188	0	0
자기주식/유상증자	331	79	58	0	0
현금배당	-10	-10	-13	-13	-13
기타	136	813	0	0	0
총현금흐름	661	1,016	985	981	1,003
기초 현금/현금성자산	1,247	1,918	2,894	3,879	4,860
외화 현금 환율변동	11	-40	0	0	0
기말 현금/현금성자산	1,918	2,894	3,879	4,860	5,863

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,070	4,157	6,169	8,111	9,805
영업비용	2,863	3,701	5,474	6,986	8,428
영업이익	207	456	695	1,125	1,377
EBITDA	426	718	1,027	1,519	1,840
영업외손익	-441	-42	415	101	106
기타수익	74	352	166	93	96
기타비용	521	546	57	69	72
금융수익	70	216	133	120	134
금융비용	44	73	291	222	207
지분법손익	-20	9	464	180	156
세전이익	-234	414	1,111	1,226	1,483
법인세비용	108	241	208	334	424
계속사업이익	-342	173	902	892	1,059
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-342	173	902	892	1,059
지배주주순이익	-301	156	861	846	1,000
총포괄이익	-346	334	1,128	1,114	1,324
Profitability(%)					
영업이익률	6.7	11.0	11.3	13.9	14.0
EBITDA Margin	13.9	17.3	16.6	18.7	18.8
당기순이익률	-11.1	4.2	14.6	11.0	10.8
ROA	-4.1	1.7	7.0	6.1	6.5
ROE	-6.0	2.6	11.4	10.1	10.8
ROIC	4.6	4.3	6.9	9.0	9.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	N/A	198.8	54.7	55.4	46.6
P/B	2.3	4.6	5.9	5.3	4.8
EV/EBITDA	26.6	43.3	43.3	28.4	22.7
P/CF	N/A	43.8	33.5	33.0	29.1
Per Share Data (원)					
EPS	-793	392	2,028	2,004	2,381
BPS	13,316	16,785	18,834	20,820	23,183
CPS	886	1,780	3,317	3,365	3,810
DPS	24	29	29	29	29
Growth (%)					
매출액	27.0	35.4	48.4	31.5	20.9
영업이익	183.5	120.4	52.6	61.7	22.5
EPS	적전	흑전	417.6	-1.2	18.8
총자산	9.8	36.8	15.0	13.0	11.5
자기자본	2.0	29.4	12.8	10.5	11.4
Stability (% 배, 십억원)					
부채비율	52.2	60.9	64.0	67.6	67.8
유동비율	116.3	152.3	164.4	169.4	177.9
자기자본비율	2.0	29.4	12.8	10.5	11.4
영업이익/금융비용(x)	16.1	24.1	19.3	26.1	27.5
이자보상배율(x)	-17.3	22.9	31.8	29.5	30.6
총차입금	521	598	410	410	410
순차입금	-1,907	-3,370	-4,903	-6,243	-7,612



주) 2021.04.15부터 1/5 액면분할(액면가 500원 → 100원) 조건으로 주가 조정. 따라서, 목표주가 추이 Chart 및 투자이견 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: 성종화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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)	투자이견 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%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)