

## 인터넷

## 비중확대

| 종목    | 투자의견 | 목표주가     |
|-------|------|----------|
| NAVER | 매수   | 900,000원 |
| 다음    | 중립   | -        |

## LINE과 카카오의 기업가치와 밸류에이션 비교

## LINE의 글로벌 확장성과 카카오의 신사업 성장성을 높이 평가

NAVER의 모바일 인스턴트 메신저 'LINE'과 다음과 10월 1일 합병 예정인 카카오의 기업가치와 밸류에이션을 비교하면 다음과 같다. 1) MAU(Monthly Active user)당 가치는 카카오가 LINE 대비 약 1.5배 높은 것으로 추정된다(LINE MAU를 가입자 대비 30%로 가정), 2) 12개월 forward PER은 LINE이 67배로 카카오의 28배대비 높은 수준으로 추정된다. 이 차이는 시장에서 LINE은 글로벌 확장성과 수익화 잠재력을, 카카오는 국내 시장의 독점적인 지위와 금융 등 신규 사업의 성장성을 각각 높이 평가한 결과로 분석된다.

## MAU당 가치 : 카카오 15만원 vs LINE 10만원

카카오의 모바일 메신저 '카카오톡'의 2분기 글로벌과 한국의 MAU는 각각 4,877만명, 3,649만명이었다. 다음의 9월 2일 종가 166,800원 기준 카카오의 시가총액(스톡옵션 제외)은 7.2조원이다. 글로벌과 한국 MAU당 가치는 각각 147,070원, 196,565원이다. 한국을 제외하면 아직 수익모델을 공식적으로 도입한 국가가 없다는 점을 감안해야 한다. LINE의 MAU는 아직 공식적으로 발표되지 않았다. 확고한 점유율 1위 국가들인 일본, 태국, 대만의 MAU는 발표한 가입자수의 80% 이상이라고 언급한 바 있다. 공식적으로 발표한 LINE의 가입자수는 7월말 기준 4억9천만명으로 보수적으로 가입자의 30%가 MAU라고 가정하면, LINE MAU는 1억4,700만명이다. NAVER의 9월 2일 종가 763,000원 기준 시가총액은 25조 1,505억원으로 이중 NAVER의 국내 포털 등의 가치를 10조원으로 가정하면, LINE의 가치는 약 15.2조원이다. LINE의 MAU당 가치는 약 10만원이다.

카카오의 MAU당 가치가 LINE대비 약 1.5배 높은 것으로 추정된다. 참고로 글로벌 SNS 1위 업체인 Facebook의 MAU당 가치는 15만원 수준이다. 카카오의 MAU당 기업가치가 높은 이유는 다음 두가지 때문으로 추정된다. 1) 카카오의 국내 모바일게임 시장 점유율이 60~70%로 매우 높다. 2) 카카오가 최근 전자지갑, 증권 등 금융분야 진출 등 신사업으로 성장성이 부각됐다. 다만, 국내시장에서 O2O(Online To Offline), 금융분야 진출에 대한 지나친 기대를 하지 말고 중장기 관점에서 접근하기 바란다. 우선 보안 문제를 해결하고, 공정위의 조사, 금융권의 견제, 수익배분 구조 등에 대해 파악해 봐야 한다.

## 12개월 forward PER : LINE 67배 vs 카카오 28배

합병신고서에서의 외부평가기관의 평가의견서에 따르면 카카오의 2014년과 2015년 세후 영업이익은 각각 1,683억원과 2,937억원으로 예상된다. 이에 근거한 카카오의 12개월 forward PER은 28배다. LINE의 연결기준(일본 LINE Corp과 한국의 라인플러스 등) 2014년과 2015년 예상 세후영업이익(법인세율 30% 가정)은 각각 1,381억원과 2,756억원이다(LINE 2014년과 2015년 마케팅 비용 각각 2,000억원 이상 가정). 이를 근거한 LINE의 12개월 forward PER은 67배다.

LINE의 PER이 높은 이유는 다음 세가지 때문으로 추정된다. 1) 글로벌 확장 가능성, 2) 모바일게임 등 수익화(Monetization) 정도, 3) 마케팅비 등 영업비용 규모 차이에 기인한다. 카카오는 2014년 들어 해외 확장에 대한 투자를 축소하고, 국내에서의 신규 사업 추진과 다음과의 합병 등에 주력하고 있는 상황이다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

| 투자의견 및 목표주가       |              |         |       | 실적 및 Valuation |               |              |            |            |            |            |            |                  |           |
|-------------------|--------------|---------|-------|----------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|-----------|
| 종목                |              |         |       | 매출액<br>(십억원)   | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | EV/EBITDA<br>(배) | DY<br>(%) |
| NAVER<br>(035420) | 투자의견         | 매수      | 2012A | 1,799          | 521           | 546          | 12,422     | 58,637     | 18.1       | 3.8        | 31.4       | 14.2             | 0.3       |
|                   | 목표주가(원)      | 900,000 | 2013A | 2,312          | 524           | 1,897        | 50,227     | 64,165     | 14.4       | 11.3       | 112.7      | 34.5             | 0.1       |
|                   | 현재가 (9/2, 원) | 763,000 | 2014F | 2,811          | 813           | 424          | 14,246     | 76,076     | 53.7       | 10.1       | 25.5       | 23.8             | 0.1       |
|                   | 시가총액(십억원)    | 25,151  | 2015F | 3,298          | 1,121         | 774          | 25,976     | 97,952     | 29.5       | 7.8        | 34.8       | 17.4             | 0.2       |
|                   |              |         | 2016F | 3,692          | 1,355         | 944          | 31,667     | 124,622    | 24.2       | 6.1        | 31.2       | 14.1             | 0.3       |
| 다음<br>(035720)    | 투자의견         | 중립      | 2012A | 453            | 102           | 76           | 5,679      | 38,158     | 16.0       | 2.4        | 15.7       | 7.0              | 1.2       |
|                   | 목표주가(원)      | -       | 2013A | 531            | 82            | 66           | 4,906      | 41,852     | 17.1       | 2.0        | 12.5       | 7.0              | 1.3       |
|                   | 현재가 (9/2, 원) | 166,800 | 2014F | 547            | 64            | 49           | 3,691      | 44,516     | 44.2       | 3.7        | 8.8        | 12.5             | 0.6       |
|                   | 시가총액(십억원)    | 2,262   | 2015F | 590            | 72            | 61           | 4,574      | 47,882     | 35.6       | 3.4        | 10.1       | 11.1             | 0.7       |
|                   |              |         | 2016F | 625            | 79            | 68           | 5,151      | 51,701     | 31.6       | 3.2        | 10.6       | 9.9              | 0.8       |

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 2〉 LINE MAU당 가치 계산

|                                     |          |
|-------------------------------------|----------|
| Naver 주가 (원, 9월 2일 종가)              | 763,000  |
| Naver 시가총액(십억원)                     | 25,150.5 |
| 포털가치(십억원)                           | 9,853.4  |
| LINE 가치(십억원)                        | 15,297.2 |
| 글로벌 MAU(천명, 가입자대비 MAU 비율 30% 가정)    | 147,000  |
| MAU당 기업가치(7월말 가입자 대비 MAU 비율 30% 가정) | 104,062  |
| MAU당 기업가치(40%)                      | 78,047   |
| MAU당 기업가치(50%)                      | 62,437   |

주: 포털가치는 2014년 포털 영업이익에 PER 16배 적용

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 카카오 MAU당 가치 계산

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| 다음 주가(원, 9월 2일 종가)      | 166,800    |
| 다음 신주 발행주식수(주)          | 43,000,434 |
| 카카오 시가총액(십억원)           | 7,172      |
| 카카오 스톡옵션 전환 시 주식수(주)    | 4,533,437  |
| 스톡옵션 포함 시가총액(십억원)       | 7,929      |
| 한국 MAU(천명)              | 36,489     |
| 글로벌 MAU(천명)             | 48,769     |
| 한국 MAU 당 기업가치(원)        | 196,565    |
| 한국 MAU 당 기업가치(스톡옵션 포함)  | 217,289    |
| 글로벌 MAU 당 기업가치          | 147,070    |
| 글로벌 MAU 당 기업가치(스톡옵션 포함) | 162,576    |

자료: 다음, 카카오, 한국투자증권

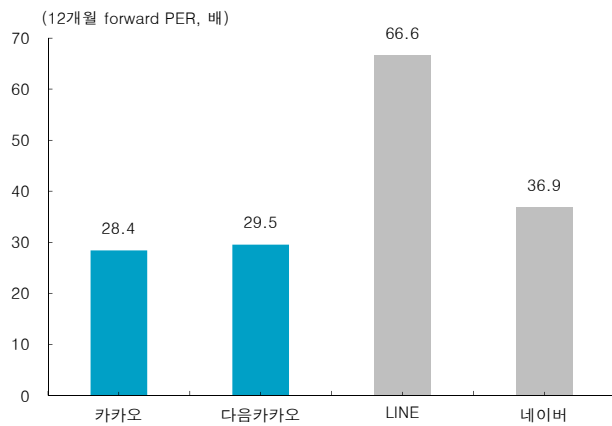
〈표 4〉 글로벌 SNS MAU당 가치

| 업체       | 내용           | 시가총액(백만달러) | MAU(백만명) | MAU 당 가치(달러) |
|----------|--------------|------------|----------|--------------|
| Facebook | SNS          | 193,609    | 1,317    | 147.0        |
| Tencent  | 모바일 & PC 메신저 | 151,493    | 1,267    | 119.6        |
| Twitter  | 단문 SNS       | 30,753     | 255      | 120.6        |
| LinkedIn | 비즈니스 중심 SNS  | 27,747     | 296      | 93.7         |
| Groupon  | 소셜 커머스       | 4,551      | 53       | 85.6         |
| Weibo    | SNS          | 3,987      | 157      | 25.5         |
| GREE     | 소셜 모바일 게임    | 1,847      | 54       | 34.4         |
| Renren   | 단문 SNS       | 1,270      | 54       | 23.5         |

주: 14년 2분기말 MAU 기준. Groupon, GREE, Renren은 이용자 기준

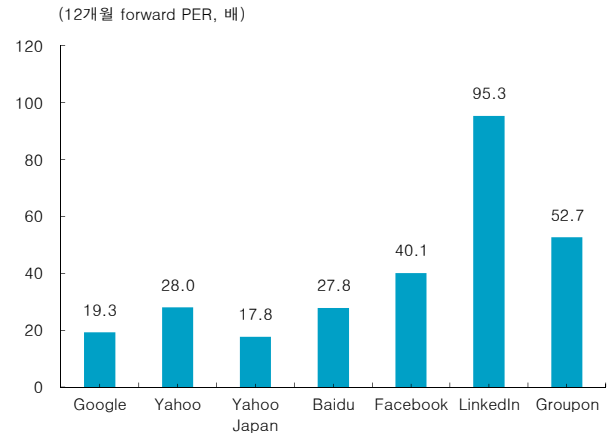
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 1] LINE과 카카오의 PER 비교



주: 카카오 12개월 forward PER은 외부평가기관 실적 추정치 기준으로 계산  
 자료: 외부평가기관의 평가의견서(삼정회계법인), 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 인터넷/SNS 업체 PER 비교



자료: Bloomberg

<표 5> LINE 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

|         | 2012 | 2013  | 2014F | 2015F   | 2016F   |
|---------|------|-------|-------|---------|---------|
| 매출액     | 59.3 | 455.8 | 752.0 | 1,068.0 | 1,317.9 |
| 라인 게임   | 19.8 | 212.2 | 313.2 | 390.8   | 418.7   |
| 스티커     | 31.2 | 132.7 | 187.8 | 237.3   | 262.1   |
| 광고 등 기타 | 8.3  | 110.9 | 251.0 | 439.9   | 637.1   |
| 영업이익    |      |       | 197.3 | 393.7   | 523.9   |
| 세후영업이익  |      |       | 138.1 | 275.6   | 366.7   |

주: LINE Corp(일본), 라인플러스(한국) 합계 기준, 14~16년 매출액, 영업이익 한국투자증권 추정, 법인세율은 30%로 가정  
 자료: 한국투자증권

<표 6> 카카오의 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

|         | 2011   | 2012 | 2013  | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업수익    | 1.8    | 45.8 | 210.8 | 429.6 | 737.8 | 959.8 |
| 게임수익    | -      | 25.2 | 160.5 | 236.8 | 323.5 | 413.2 |
| 광고수익    | -      | 12.1 | 28.4  | 133.3 | 290.6 | 384.4 |
| 모바일 상거래 | -      | 6.1  | 17.0  | 32.3  | 49.6  | 59.8  |
| 콘텐츠수익   | -      | 2.4  | 4.9   | 27.2  | 74.1  | 102.4 |
| 영업이익    | (10.3) | 8.8  | 66.2  | 221.6 | 387.5 | 517.6 |
| 당기순이익   | (15.3) | 7.0  | 55.6  | 168.4 | 294.2 | 392.8 |

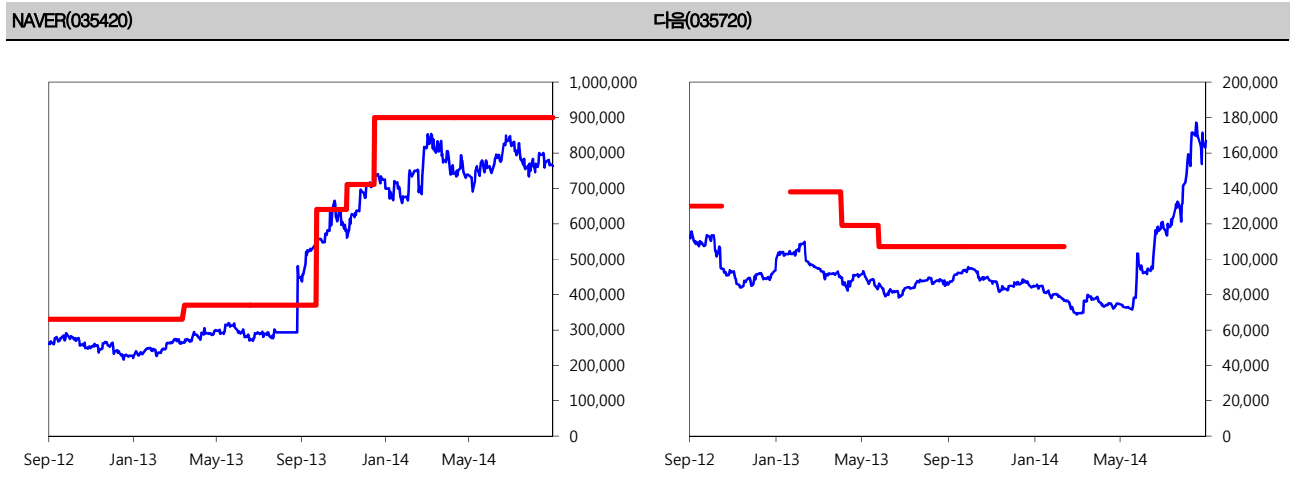
주: K-IFRS 별도 기준, 2014년~2016년 당기순이익은 세후영업이익  
 자료: 다음, 카카오, 외부평가기관의 평가의견서(삼정회계법인)

## 용어해설

- 모바일 메신저: 무선 네트워크를 이용해 문자 채팅, 사진 공유, 음성 통화 등의 서비스를 제공하는 플랫폼으로 스마트폰 도입으로 서비스가 확대됨
- 스탬프: 모바일 메신저 상에서 문자 대신 간편하게 전송할 수 있는 이미지
- MAU(Monthly active user): 한 달 동안 해당 서비스를 이용한 순수 이용자 수를 나타내는 지표

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)      | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가      | 종목(코드번호)   | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가      |
|---------------|------------|------|-----------|------------|------------|------|-----------|
| NAVER(035420) | 2012.10.22 | 매수   | 330,000 원 | 다음(035720) | 2012.10.21 | 중립   | -         |
|               | 2013.03.18 | 매수   | 370,000 원 |            | 2013.01.24 | 매수   | 138,000 원 |
|               | 2013.09.25 | 매수   | 640,000 원 |            | 2013.04.07 | 매수   | 119,000 원 |
|               | 2013.11.08 | 매수   | 710,000 원 |            | 2013.05.29 | 매수   | 107,000 원 |
|               | 2013.12.18 | 매수   | 900,000 원 |            | 2014.02.16 | 중립   | -         |



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2014년 9월 2일 현재 NAVER, 다음 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 NAVER 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유통성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.