

20F 카카오페이지 거래액은 5천억원 이상

박정엽 jay.park@miraeasset.com

김창권 changkwean.kim@miraeasset.com

- 전일(7/8) IPO EXPO 2020(한경 주최)에서 동사 웹툰사업(카카오페이지와 픽코마)의 최근 지표 및 향후 비전을 발표
- 2020년 거래액 목표치로 5천억원 이상을 제시, 이는 당사 기존 추정(3,403억원)을 뛰어넘는 높은 성장
- ‘매수’ 의견과 목표주가 37만원 유지, ‘Webtoon Ent.’와 함께 차세대 플랫폼으로서 카카오의 잠재력이 부각될 것

20F 거래액 목표치는 5천억원 이상, 향후 목표는 글로벌 IP Machine

- 7/8 IPO EXPO서 제시된 카카오페이지(CEO 이진수) 거래액 목표치는 5천억원(+56.3%) 이상
- 픽코마에서 거래되는 IP 상당 부분(약 40%)이 카카오페이지 보유분이기 때문에, 연간 거래액 목표치 5천억원에는 픽코마 거래액 일부가 포함되어 있을 것으로 추정
- 그럼에도 불구하고, 기존 당사 예상(페이지 3,403억원, 픽코마 2,340억원)을 대폭 상회하는 높은 성장 기대치가 자체 발표를 통해 재확인됐다는 점에서 의미 있음
- ‘기다리면 무료’를 통해 업계 최초로 유료화에 성공한 카카오페이지는 콘텐츠 플랫폼뿐 아니라 IP 홀더로서 역할도 강화되고 있음(작가 및 CP사 투자를 통해 오리지널 IP 7천편 이상을 확보)
- 일본 픽코마는 1) 플랫폼으로서 유료화에 성공했고 2) 향후 K-스토리의 확장 잠재력 또한 증명함. 참고로 픽코마 내 K-스토리의 거래액 점유율은 40%에 육박(타이틀 점유율은 5% 미만)

웹툰사업 가치 리레이팅 지속

- 동사의 웹툰 관련 자회사는 카카오페이지(63.5%), 카카오페이(픽코마 운영, 카카오가 79.5%, 카카오페이지가 19.9% 보유), 네오바자르(글로벌, 카카오페이지가 68.4% 보유)
- 웹툰사업이 합산 가치 10조대의 잠재력이 있다고 보는 이유는 1) ‘스트리밍’을 표방한 차세대 엔터 플랫폼(NETFLIX, SPOTIFY와 비교 가능)으로서, 2) 글로벌 인지도가 높아지는 구간(미국, 남미, 유럽에서 웹툰 트래픽 증가)이고, 3) 스토리 IP 활용이 증가(영화/드라마/게임화)하기 때문
- 현재 카카오의 장점은 마케팅이 제한적인 한국/일본의 점유율을 바탕으로 이미 이익이 발생하는 것, 특히 픽코마는 20년 들어 다운로드와 거래액(2Q20 +213% 예상)이 가파르게 증가
- ‘매수’ 의견과 목표주가 37만원 유지, 향후 기타 국가 진출 시마다 웹툰 가치 재평가 지속될 것

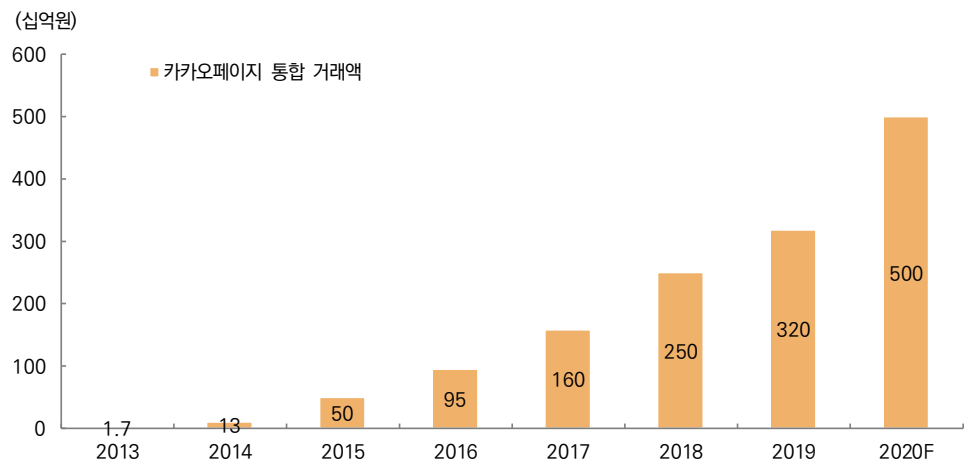
Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	1,972	2,417	3,070	3,828	4,687	5,954
영업이익 (십억원)	165	73	207	443	717	952
영업이익률 (%)	8.4	3.0	6.7	11.6	15.3	16.0
순이익 (십억원)	109	48	-301	322	466	625
EPS (원)	1,602	613	-3,585	3,706	5,354	7,183
ROE (%)	2.9	1.0	-5.8	6.0	8.1	9.9
P/E (배)	85.5	168.0	-	88.5	61.3	45.7
P/B (배)	2.3	1.7	2.5	5.2	4.8	4.3
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

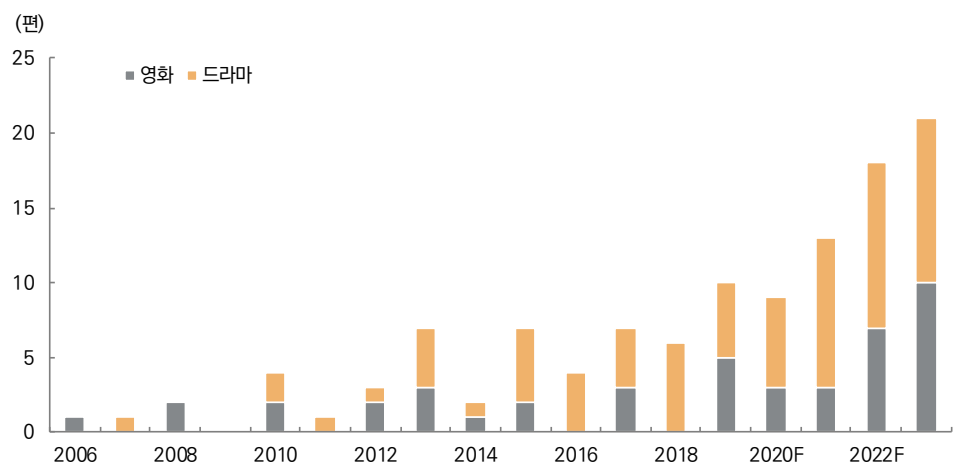
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 카카오페이지 통합 거래액: 20F 5천억원 이상



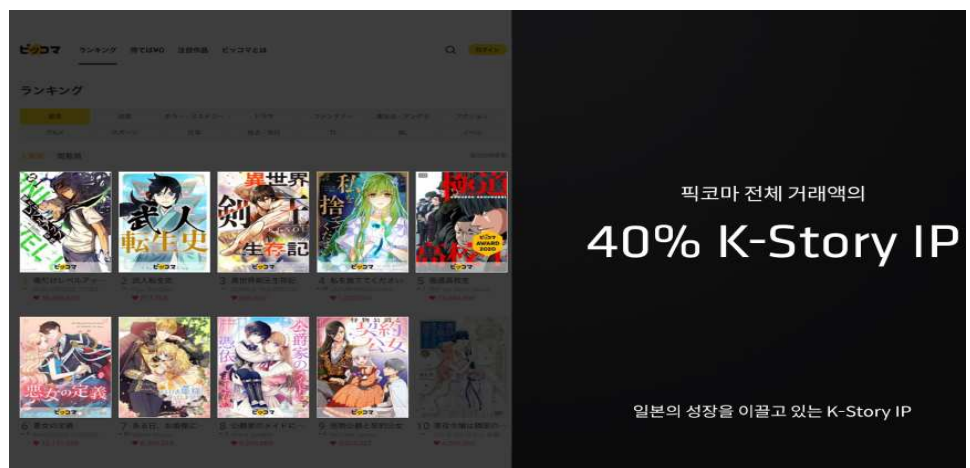
자료: 카카오페이지, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 보유 IP 활용 프로젝트 수: 지난 14년간 보다 향후 4년간 예정된 프로젝트가 더 많다



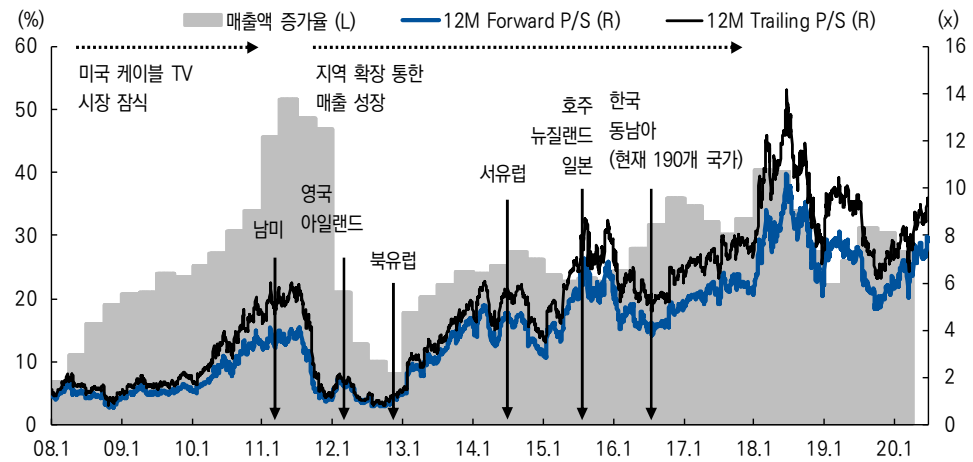
자료: 카카오페이지, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 픽코마 전체 거래액의 40%는 K-스토리에서 발생



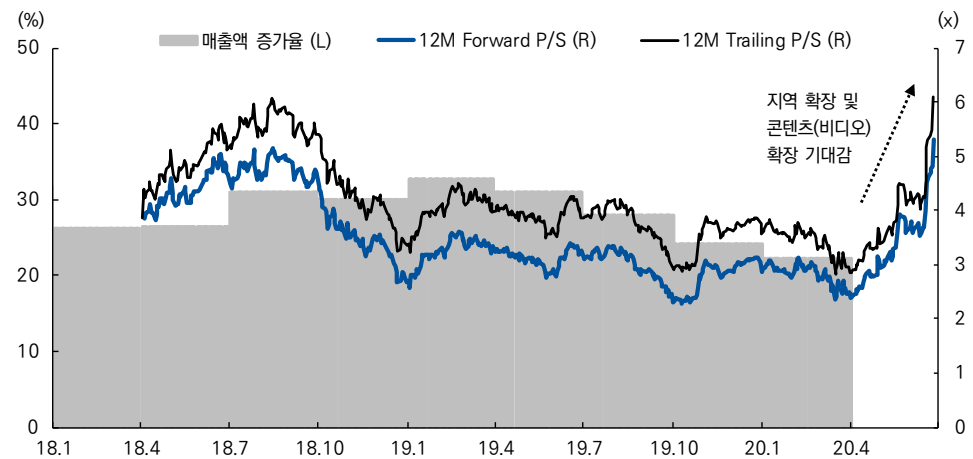
자료: 카카오페이지, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. NETFLIX 매출액 증가율과 PSR: 글로벌 확장기에 매출액과 밸류에이션 동시 상승



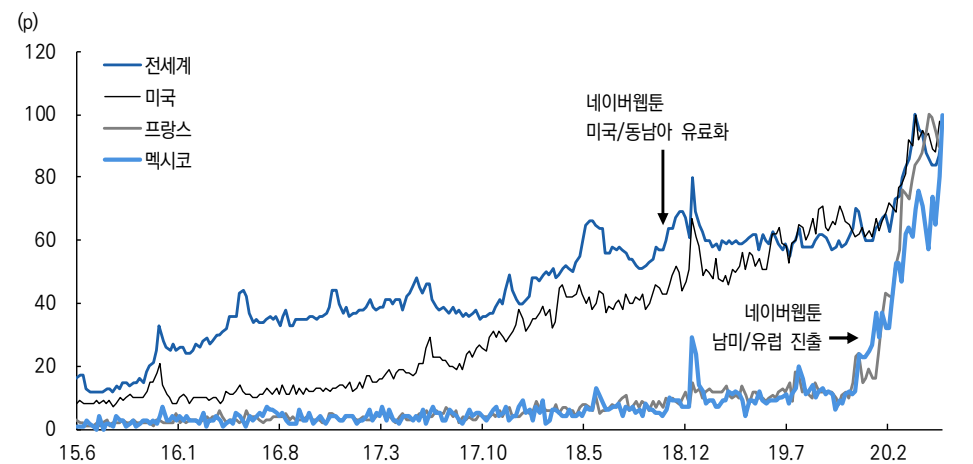
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. SPOTIFY 매출액 증가율과 PSR: 글로벌 확장과 신규 콘텐츠 기대감으로 밸류에이션 급상승



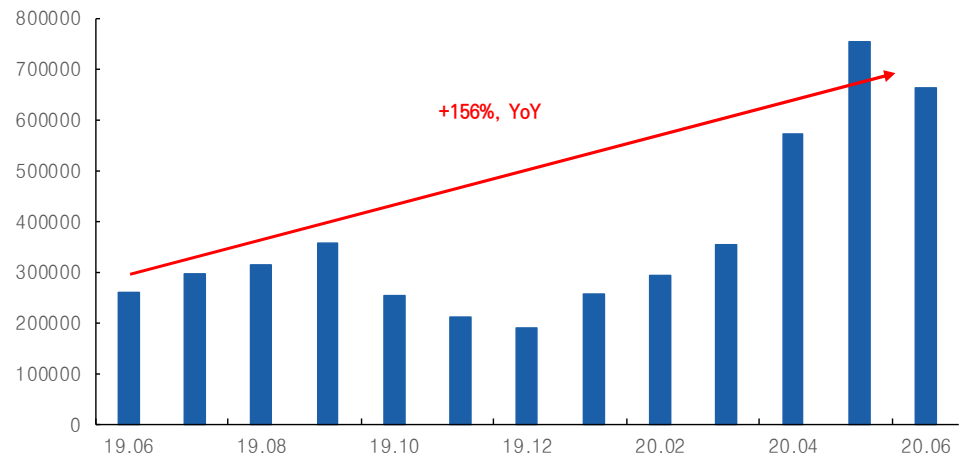
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 'webtoon' 구글 트렌드: 네이버웹툰이 남미/유럽 진출한 이후 관심도 급증



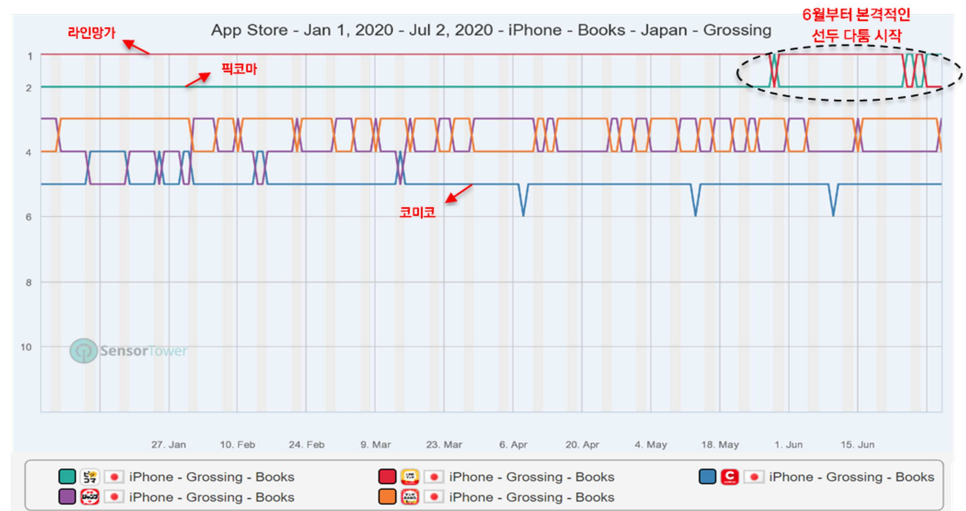
자료: Google, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 픽코마 월간 다운로드 수



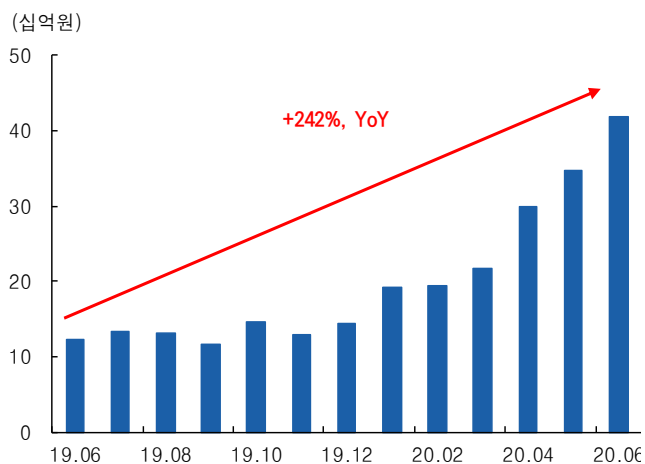
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 일본 모바일 앱 도서 카테고리 내 매출 순위



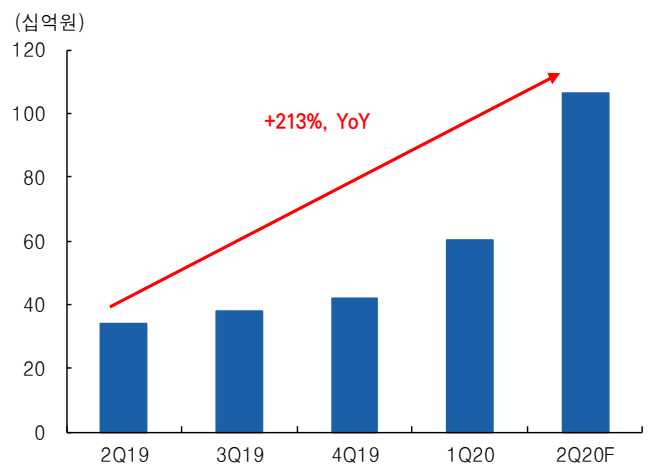
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 픽코마 월 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 10. 픽코마 분기 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 1. 픽코마 인기 Top 10 (6월 30일 기준)

순위	작품명	작가(글/그림)	원작 소설 유무
1위	나를 버려주세요	코타비/채로	O
2위	나혼자만 레벨업	추공/장성락	O
3위	FFF군 관심용사	파르나르/깡무	O
4위	빈껍데기 공작부인	진세하/한진서	O
5위	화산전생	정준/토마씨	O
6위	나는 이집 아이	시아/코튼	O
7위	공작부인의 50가지 티 레시피	이지하/엔트스튜디오	O
8위	나는 마도왕이다	데카스펠/미로	O
9위	異世界はスマートフォンとともに。	そと/冬原バトラ /免塚エイジ	X
10위	보스인스쿨	이훈영/김익권	X

자료: 픽코마, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 카카오페이지 연간 손익 추정

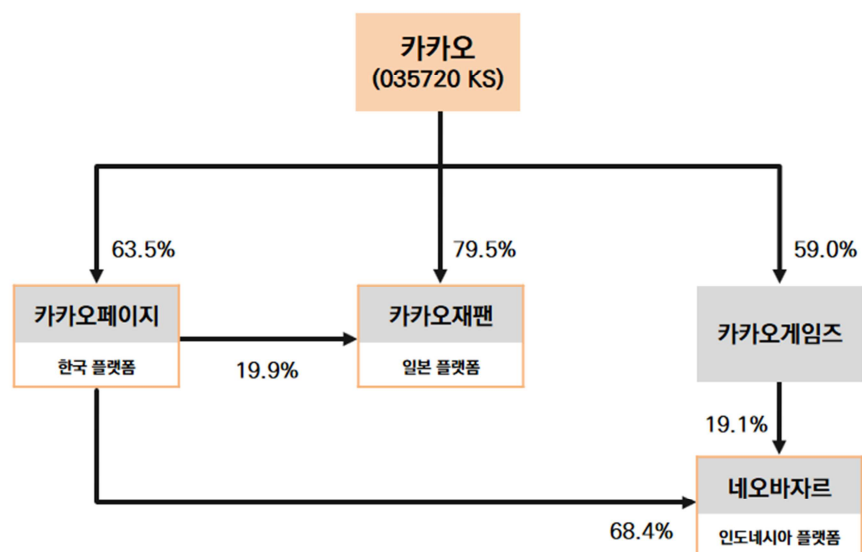
(십억원, 백만명, %, 원)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
카카오페이지 매출액 (다음웹툰, 광고 포함)	118	188	257	299	346
국내 플랫폼	110	168	198	231	270
해외 IP 유통	8	20	28	34	38
광고/기타	10	21	31	34	39
* 픽코마 (불포함)	19	51	125	214	311
카카오페이지 영업이익	3	13	31	41	52
영업이익률 (%)	2.8	6.7	11.9	13.8	15
콘텐츠 거래액 (픽코마 포함)	160	290	429	574	733

주: 연간 매출액과 영업이익을 제외한 모든 수치는 당사의 추정치

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 카카오 웹툰 계열사 지분관계도



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 카카오 Valuation

(십억원, 원)

평가부문	2020F	2021F	비고
광고부문 매출액	1,178	1,621	
평가액	8,883	14,841	Peer기업 Facebook 2020년 PSR 대입, 2020년 카카오톡 광고 매출액 급증, 2013년 Facebook과 같이 밸류에이션 재평가 기대
게임부문 매출액	415	430	
평가액	2,204	2,441	Peer기업 넷마블, 엔씨소프트, 펠어비스 2021년 평균 PSR 대입
음악부문 매출액	611	635	
평가액	3,368	2,890	Peer기업 Spotify 2021년 PSR대입
기타콘텐츠 매출액	479	574	카카오페이지 국내, 카카오페이 일본 IPO 계획
평가액	3,834	4,593	픽코나 거래액 급증으로 IPO 가치 상승, 넷플릭스 매출액 급증기인 2016~2020년 PSR 8배 대입 추후 카카오페이지와 카카오페이의 IPO 가치 평가치를 다시 제시할 계획
기타 매출액	1,144	1,427	카카오뱅크 IPO 추진, 자본법 인식
평가액	5,573	5,999	Peer기업 Amazon, Naver 2021년 평균 PSR대입
평가액 합산		30,765	동사의 목표주가 산출을 위해 국내외 경쟁사의 평균 PSR을 사용
주당가치		370,000	동사 사업부들이 성장 초기 국면에 있어 수익성 보다 매출액 지표가 타당하다 판단

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

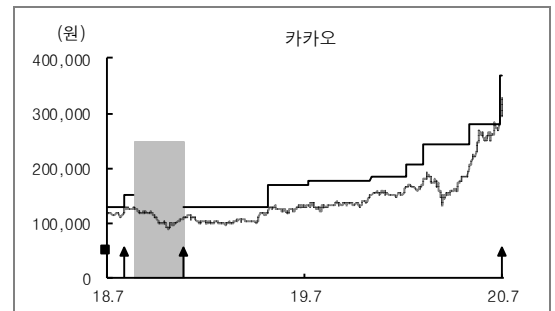
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	706	733	783	848	868	919	966	1,074	3,070	3,828	4,687
플랫폼부문	313	327	351	444	442	478	499	569	1,435	1,988	2,594
특비즈	127	139	162	222	225	244	261	297	650	1,026	1,535
포털비즈	126	137	126	134	117	125	121	144	524	507	516
신사업	60	51	62	88	101	109	118	128	261	455	542
콘텐츠부문	393	406	432	404	427	441	467	505	1,635	1,840	2,094
게임 콘텐츠	94	98	99	106	97	98	110	110	397	415	430
뮤직 콘텐츠	137	145	151	153	151	151	153	156	587	611	635
유료 콘텐츠	75	82	92	49	97	107	112	118	297	434	527
IP비즈니스 기타	87	82	90	95	82	84	92	121	354	380	501
영업이익	28	40	59	80	88	100	110	145	207	443	717
영업이익률	4	6	8	9	10	11	11	13	7	12	15
순이익	18	31	51	-442	80	70	77	99	-342	326	472
순이익률	2	4	7	-52	9	8	8	9	-11	9	10
YoY 성장률											
매출액	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	25.3	23.4	26.7	27	24.7	22.5
플랫폼부문	34.8	30.2	38.6	46.6	41.1	46.3	42.3	28.1	38	38.6	30.5
특비즈	43.3	42.4	51.6	73.3	77.1	75.5	60.7	34	54.3	58	49.6
포털비즈	3.9	6.7	9.1	3.4	-7.8	-8.5	-4.3	7.4	5.7	-3.2	1.9
신사업	171.6	103	105.3	94.9	68.1	113.9	88.8	44.9	112.9	74.1	19.2
콘텐츠부문	21.7	20.2	24.9	8.9	8.5	8.4	8.1	25.2	18.7	12.5	13.8
게임 콘텐츠	-10.9	-11.9	-0.4	5.6	3	-0.5	10.7	3.9	-4.7	4.3	3.8
뮤직 콘텐츠	8.7	10.8	11.4	9.4	9.8	4.7	1.2	1.7	10.1	4.2	3.9
유료 콘텐츠	70.6	60.3	52	-22.3	30	31.3	22	140	36.1	46.1	21.4
IP비즈니스 기타	83.7	81.8	78.7	42.8	-6.1	3	2.5	27.4	69.1	7.2	32
영업이익	166.5	46.6	92.7	1751.6	218.9	147.5	86.7	81.9	183.7	114.4	61.7
순이익	19.9	37.8	596.8	적지	354.9	127.3	49.5	흑전	적전	흑전	44.8

자료: 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오(035720)				
2020.07.03	매수	370,000	-	-
2020.05.08	매수	280,000	-9.02	1.96
2020.02.13	매수	243,000	-30.40	-15.23
2020.01.13	매수	205,000	-19.01	-16.10
2019.11.07	매수	185,000	-16.79	-10.81
2019.07.16	매수	177,000	-24.16	-14.69
2019.05.01	매수	170,000	-25.40	-21.18
2018.11.26	매수	130,000	-19.01	-7.69
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.08.10	매수	150,000	-16.41	-15.00
2018.05.11	Trading Buy	130,000	-12.78	-3.46

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.