



산업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성종화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

인터넷포털(Overweight)

커버 종목	NAVER
	투자의견 Buy (유지) 목표주가 510,000 원 (상향)
	카카오
	투자의견 Buy (유지) 목표주가 660,000 원 (상향)

인터넷포털

커머스 부문 가치 별도 반영, NAVER & 카카오 TP 상향

밸류에이션 방식으로 [거래액 × Multiple] 방식 현실적

NAVER, 카카오, 쿠팡의 밸류에이션은 외형 성장잠재력 측면에서 [거래액 × Multiple] 방식이 현재로서는 가장 현실적. 특히, 직매입 재고매출 비중의 차이로 업체간 거래액 대비 매출액 비중의 편차가 있으므로 [매출액 × Multiple] 방식보다 [거래액 × Multiple] 방식이 더 합당하다고 판단

쿠팡 대비 외형 절대규모, 외형 성장성, 수익성 비교

2020년 기준 거래액, 매출, 영업이익 등 영업실적 지표를 쿠팡과 비교할 경우, 1) NAVER 커머스 부문은 거래액 규모는 소폭 우위, 거래액 성장성은 대폭 열위, 수익성은 대폭 우위, 2) 카카오커머스는 거래액 규모는 대폭 열위, 거래액 성장성은 비슷하거나 소폭 우위, 수익성은 대폭 우위

NAVER 커머스 부문 & 카카오커머스 적용 Multiple, 쿠팡 대비 디스카운트 수준은?

NAVER, 카카오는 쿠팡 대비 펀드멘탈 지표는 성장성 지표 측면에서 카카오는 호각 & NAVER는 열위, 물류 경쟁력은 NAVER & 카카오 모두 열위, 플랫폼 경쟁력은 NAVER & 카카오 모두 우위. 기본적인 적용 Multiple은 가장 중요한 펀드멘탈 지표인 성장성 지표 측면에서 카카오는 쿠팡과 호각, NAVER는 카카오 및 쿠팡 대비 디스카운트가 합당하다고 판단

그리고, 쿠팡 대비 NAVER 커머스 부문, 카카오커머스의 적용 Multiple은 상장 시장의 격차에 따른 디스카운트를 추가로 감안해야 한다고 판단. 참고로 KOSPI 시가총액 합산은 2,054조원으로서 NYSE 시가총액 합산 35,981조원의 5.7% 수준

이에 따라 거래액 대비 적용 Multiple은 카카오커머스는 쿠팡 대비 60%의 디스카운트를 적용하고, NAVER 커머스 부문은 쿠팡 대비 75%의 디스카운트를 적용함. 이 경우 NAVER 커머스 부문 전체가치는 13.5조원, 카카오커머스 전체가치는 7.6조원 산정. NAVER 커머스의 NAVER 가치 귀속 비중, 카카오커머스에 대한 카카오 지분율이 각각 100%, 99.65%이므로 NAVER 커머스 부문과 카카오커머스의 NAVER, 카카오 가치 귀속분은 각각 13.5조원, 7.6조원으로 산정

커머스 부문 가치 신규 반영으로 NAVER, 카카오 목표주가 각각 11%, 10% 상향

NAVER는 13.5조원의 커머스 부문 가치를 신규로 반영하여 목표주가를 46만원에서 51만원으로 11% 상향, 카카오는 7.6조원의 카카오커머스 가치를 신규로 반영하여 목표주가를 60만원에서 66만원으로 10% 상향

쿠팡 NYSE 상장은 NAVER, 카카오의 커머스 부문 가치 재평가 기회

쿠팡의 NYSE 상장을 통한 거래액 대비 고 Multiple 밸류에이션 평가는 NAVER, 카카오의 커머스 부문 가치가 재평가되는 기회가 될 것이라 판단

네이버 커머스 부문, 카카오커머스 가치 시뮬레이션

NAVER, 카카오, 쿠팡 영업실적 추이 비교

거래액 대비 매출액 비중은 쿠팡이 압도적으로 높고 네이버, 카카오 순

쿠팡의 경우 총액매출로 인식되는 직매입 재고 판매가 순액매출로 인식되는 마켓플레이스보다 비중이 훨씬 높아 NAVER, 카카오에 비해 거래액 대비 매출액 비중이 압도적으로 높다.

더구나 전국 30 개 도시, 150 개 이상의 물류센터를 구축하여 풀필먼트 서비스를 강화하고 있어 거래액 대비 매출액 비중은 앞으로도 한동안은 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

반면, NAVER 커머스 부문은 직매입 재고매출이 거의 없어 매출의 대부분은 순액매출로 인식되며, 카카오커머스는 선물하기의 극히 일부 및 메이크스가 직매입 재고매출로서 총액매출로 인식되나 순액매출로 인식되는 매출 형태의 비중이 훨씬 높다.

쿠팡 대비 외형 절대규모, 외형 성장성, 수익성 비교

[표 1], [표 2], [표 3]에서 보듯이 2020 년 기준 거래액, 매출, 영업이익 등 영업실적 지표를 쿠팡과 비교할 경우, 1) NAVER 커머스 부문은 거래액 규모는 소폭 우위, 거래액 성장성은 대폭 열위, 수익성은 대폭 우위이고, 2) 카카오커머스는 거래액 규모는 대폭 열위, 거래액 성장성은 비슷하거나 소폭 우위, 수익성은 대폭 우위이다.

표1 NAVER 커머스 부문 영업실적 추이

(억원, %)	2016	2017	2018	2019	2020P
거래액(당사 추산치)	117,000	141,000	164,000	198,000	268,000
YoY		20.5	16.3	20.7	35.4
매출(실적발표치)	4,670	5,638	6,549	7,921	10,896
YoY		20.7	16.2	20.9	37.6
거래액 대비 비중	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1
영업이익(당사 추산치)	350	541	878	1,386	1,831
영업이익률	7.5	9.6	13.4	17.5	16.8

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 분기별 커머스 매출액은 1Q19 이후부터만 제공. 2016-2018 년은 본연구원 추산치 / 분기별 커머스 거래액은 당사 추산치

주 3: 당사는 커머스 거래액 Data 는 제공 안함. 다만, 직매입 재고 매출은 없으므로 거래액의 대부분은 순액매출 인식.

스마트스토어 수수료율 2%, CPC, CPS(매월 고정비 + 수수료율 2%) 등 감안 시 거래액 대비 수수료 매출 비중 4% 정도 추산.

2020 년 8 월 론칭한 쇼핑 라이브는 수수료율이 3%로서 스마트스토어보다 높으므로 거래액 대비 수수료매출 비중은 점진적 상승 전망

주 4: 2020 년 네이버페이 거래액 25.9 조원, YoY 60% / 2020 년 네이버 커머스 거래액 26.8 조원, YoY 35.4% 추산. 네이버페이 거래액은

거의 대부분 네이버 생태계 내 커머스 거래용이라 대부분 커머스 거래액에 포함. 특히, 2020 년 들어 네이버 커머스 거래액에서 차지하는

네이버페이 거래액 비중 더욱 증가(네이버페이 YoY > 네이버 커머스 YoY). 이는 커머스, 페이 시너지 극대화 시그널

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 카카오커머스 영업실적 추이

(억원, %)	2016	2017	2018	2019	2020P
거래액(당사 추산치)				56,400	94,300
YoY					67.2
매출(19년 실적발표치, 20년 당사 추산치)				2,962	5,400
YoY					82.3
거래액 대비 비중				5.3	5.7
영업이익(19년 실적발표치, 20년 당사 추산치)				757	1,345
영업이익률				25.6	24.9

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 당사는 커머스 거래액 Data 는 제공 안함. 메이커스(주문형 커머스)는 직매입 재고 매출이라 전액 총액매출. 선물하기는 극히 일부만 총액매출이고 대부분 순액매출. 톱스토어는 순액매출 → 네이버 커머스와 달리 비중은 작으나 메이커스 등 총액매출 형태도 일정부분 있어 거래액 대비 매출액 비중은 네이버 커머스의 4%보다는 높은 6% 정도 추산

주 3: 2020년 카카오페이 거래액 66.9조원, YoY 38% / 2020년 카카오 커머스 거래액 9.43조원, YoY 67% / 카카오페이 거래액도 온라인결제, 금융서비스 성장성은 훨씬 높음 / 카카오페이 거래액은 절반 이상이 송금액이고 결제의 경우에도 카카오 생태계 내 커머스 결제 외 모바일티 및 다양한 콘텐츠 결제수단으로 이용되므로 커머스 거래액보다 훨씬 큼

자료: 카카오커머스, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 쿠팡 영업실적 추이

(억원, %)	2016	2017	2018	2019	2020P
거래액(당사 추산치)	38,900	53,200	83,600	132,100	220,000
YoY		36.8	57.1	58.0	66.5
매출(구팡 S-1 증권거래신고서)	19,159	26,813	43,476	71,407	133,000
YoY		39.9	62.1	64.2	86.3
거래액 대비 비중	49.3	50.4	52.0	54.1	60.5
영업이익(쿠팡 S-1 증권거래신고서)	-5,521	-6,487	-11,651	-7,127	-5,842
영업이익률	-28.8	-24.2	-26.8	-10.0	-4.4

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 당사는 커머스 거래액 Data 는 제공 안함. 직매입 재고 매출은 총액매출, 마켓플레이스는 순액매출. 마켓플레이스보다 직매입 재고 매출 비중이 높아 네이버, 카카오 커머스에 비해 거래액 대비 매출 비중 훨씬 높음. 참고로 월정액 2,900원 유료 서비스인 로켓와우 서비스(당일 또는 새벽 배송)는 당연히 직매입 재고매출 형태임. 향후 30개 도시, 150개 이상 물류센터, 15000여명의 쿠팡친구를 통한 풀필먼트 서비스를 강화할 예정이므로 거래액 대비 매출액 비중은 앞으로도 한동안 상승 추이 지속 전망

자료: 쿠팡 S-1 증권거래신고서, 이베스트투자증권 리서치센터

쿠팡 IPO 밸류를 활용한 NAVER 커머스 부문, 카카오커머스 밸류에이션

밸류에이션 방식으로 [거래액 × Multiple] 방식 현실적

NAVER, 카카오, 쿠팡의 밸류에이션은 외형 성장잠재력 측면에서 [거래액 × Multiple] 방식이 현재로서 가장 현실적이다. 특히, 직매입 재고매출 비중의 차이로 업체간 거래액 대비 매출액 비중의 편차가 있으므로 [매출액 × Multiple] 방식보단 [거래액 × Multiple] 방식이 더 합당하다고 판단한다.

쿠팡 대비 NAVER, 카카오 커머스의 거래액 대비 적용 Multiple 수준은?

펀드멘탈 지표 비교

[표 1], [표 2], [표 3]에서 보듯이 2020년 기준 거래액, 매출, 영업이익 등 영업실적 지표를 쿠팡과 비교할 경우, 1) NAVER 커머스 부문은 거래액 규모는 소폭 우위, 거래액 성장성은 대폭 열위, 수익성은 대폭 우위이고, 2) 카카오커머스는 거래액 규모는 대폭 열위, 거래액 성장성은 비슷하거나 소폭 우위, 수익성은 대폭 우위이다.

즉, 1) 거래액 규모는 (NAVER ≒ 쿠팡) > 카카오, 2) 거래액 성장성은 (카카오 ≒ 쿠팡) > NAVER, 3) 수익성은 (카카오 > NAVER) ≫ 쿠팡 순이다.

성장성 지표가 가장 중요하므로 미국 주식시장과 한국 주식시장의 밸류에이션 Multiple 격차를 고려하지 않고 단순히 펀드멘탈 지표로만 본다면 카카오는 쿠팡과 비슷한 수준의 Multiple, NAVER는 쿠팡 및 카카오 대비 일정수준의 Multiple 디스카운트를 적용하는 것이 합당하다고 판단한다.

물류 경쟁력 비교

물류 서비스의 경우 쿠팡은 전국 30개 도시, 150개 물류센터(연면적 2,500만㎡. 축구장 400개 규모), 15,000여명 쿠팡친구(배달원)를 바탕으로 막강한 풀필먼트 서비스 시스템을 구축하고 있어 물류에 대해선 제휴, 아웃소싱 전략을 펴고 있는 NAVER, 카카오가 쿠팡 대비 경쟁력 열위이다.

쿠팡의 경우 대규모 물류서비스 투자가 대규모 적자지속의 원인 중 하나이기도 하나, 이는 성장을 위한 투자의 관점으로 이해해야 한다. 즉, 이로 인한 손익 적자보다는 물류 시스템 경쟁력을 바탕으로 향후 성장잠재력을 Multiple 프리미엄 요인으로 봐야 한다.

플랫폼 경쟁력 비교

쿠팡도 2020년말 기준 고객수 1,485만명(yoy 26%), 이 중 유료회원수(월정액 2,900원의 로켓와우 회원. 당일 또는 새벽 배송 서비스 이용자) 470만명(고객수의 31.6%) 등 독립앱 방식의 독립몰로서의 경쟁력이 상당하지만 각각 국민 포털 NAVER, 국민 SNS 카카오톡이라는 Basic 플랫폼 경쟁력에는 페이, 콘텐츠 등 파생 플랫폼 경쟁력까지 갖춘 NAVER, 카카오 등이 쿠팡보다는 플랫폼 경쟁력 측면에선 우위이며 이는 Multiple 프리미엄 요인이라 판단한다.

상장 주식시장 경쟁력 비교

쿠팡이 상장하는 NYSE 가 KOSPI 보다는 시총규모, 수급, 소속 국가의 경제력 등 모든 면에서 압도적인 밸류에이션 Multiple 프리미엄을 받고 있는 상황이다. 즉, KOSPI 에 상장되어 있는 NAVER, 카카오의 커머스 부문 밸류에이션 시 적용 Multiple 은 쿠팡의 NYSE 상장 후 적용 Multiple 보다는 상당수준 디스카운트가 현실적이다.

NAVER 커머스 부문 & 카카오커머스 적용 Multiple, 쿠팡 대비 디스카운트 수준은?

NAVER, 카카오는 쿠팡 대비 펀드멘탈 지표는 성장성 측면에서 카카오는 호각 & NAVER 는 열위, 물류 경쟁력은 열위, 플랫폼 경쟁력은 우위로서 기본적인 적용 Multiple 은 카카오는 쿠팡과 호각, NAVER 는 카카오 및 쿠팡 대비 디스카운트가 합당하다고 판단한다. 그리고, 쿠팡 대비 NAVER 커머스 부문, 카카오커머스의 적용 Multiple 은 상장 시장의 격차에 따른 디스카운트를 추가로 감안해야 한다고 판단한다. 참고로 KOSPI 시가총액 합산은 2,054 조원으로서 NYSE 시가총액 합산 35,981 조원의 5.7% 수준이다.

이에 따라 거래액 대비 적용 Multiple 은 카카오커머스는 쿠팡 대비 60%의 디스카운트를 적용하고, NAVER 커머스 부문은 쿠팡 대비 75%의 디스카운트를 적용하기로 한다. 이 경우 NAVER 커머스 부문 전체가치는 13.5 조원, 카카오커머스 전체가치는 7.6 조원이 산정되었다. NAVER 커머스의 NAVER 가치 귀속 비중, 카카오커머스에 대한 카카오 지분율이 각각 100%, 99.65%이므로 NAVER 커머스 부문과 카카오커머스의 NAVER, 카카오 가치 귀속분은 각각 13.5 조원, 7.6 조원이다.

커머스 부문 가치 신규 반영으로 NAVER, 카카오 목표주가 각각 11%, 10% 상향

NAVER 는 13.5 조원의 커머스 부문 가치를 신규로 반영하여 목표주가를 46 만원에서 51 만원으로 11% 상향하고, 카카오는 7.6 조원의 카카오커머스 가치를 신규로 반영하여 목표주가를 60 만원에서 66 만원으로 10% 상향한다.

표4 쿠팡 NYSE IPO 밸류와의 비교를 통한 NAVER 커머스 부문, 카카오커머스 밸류에이션 시뮬레이션

(억원, 배, %)	2020P 거래액	적용 Multiple		시가총액	
쿠팡	220,000	low	1.51	low	332,000
		high	2.52	high	554,000
NAVER 커머스 부문	268,000	low	0.38	low	101,109
		high	0.63	high	168,718
		쿠팡 대비 Discount Rate	75.0%	average	134,914
		카카오 대비 Discount Rate	37.5%		
카카오커머스	94,300	low	0.60	low	56,923
		high	1.01	high	94,986
		쿠팡 대비 Discount Rate	60.0%	average	75,954
		NAVER 대비 Premium Rate	60.0%		

자료: 각사, 언론자료, 이베스트투자증권 리서치센터

NAVER(035420) 목표주가 상향 내역

NAVER 목표주가 46 만원에서 51 만원으로 11% 상향

표5 페이/웹툰 순이익 제외한 지배주주순이익(Z 홀딩스 지분법손익은 포함)

(억원, 원)	2020P	2021E	2022E
Z 홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 포함 지배주주순이익	9,932	14,928	18,349
네이버페이 순이익	-980	-1,250	-850
네이버웹툰 순이익	-300	-135	85
커머스 부문 순이익	1,255	1,662	2,006
페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주순이익	9,957	14,651	17,108
페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주 EPS	6,062	8,919	10,415

자료: NAVER, LINE, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 NAVER SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2021E 지배주주 EPS	적용 PER	목표주가	목표시총(억원)
NAVER 가치	9,088	56.1	510,000	837,743
페이/웹툰/커머스 부문 제외한 순익 가치(Z 홀딩스 지분법손익 포함)	8,919	35.5	316,477	519,856
네이버페이 가치 귀속분				81,585
네이버페이 가치				116,550
NAVER의 네이버페이 지분율				70.0%
Webtoon Entertainment(통합 후) 가치 귀속분				101,389
Webtoon Entertainment 가치				130,900
Webtoon Entertainment에 대한 NAVER 지분율				77.5%
네이버웹툰 가치				93,500
LINE Digital Frontier 가치				37,400
네이버웹툰 대비 가치 비중				40.0%
커머스 부문 가치 귀속분				134,914
커머스 부문 전체 가치				134,914
커머스 부문 가치 귀속 비중				100.0%

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 NAVER 목표주가 변동

구분	2021E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	9,088	50.6	460,000	755,612
신규	9,088	56.1	510,000	837,743
변경률(%)	0.0	10.9	10.9	10.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

카카오(035720) 목표주가 상향 내역

카카오 목표주가 60 만원에서 66 만원으로 10% 상향

표8 카카오 주요 자회사 밸류에이션 내역

자회사	지분율	시장평가 가치 (억원)	자체평가 가치 (억원)	카카오 가치귀속 (억원)	비고
카카오 게임즈	45.78%		52,074	23,839	카카오게임즈 자체 TP 기준 시총 적용
카카오 엔터테인먼트	68.71%		142,800	98,118	자체평가는 각각 시장 평가 가치 대비 70% 할증한 카카오페이지, 카카오엠 가치 합산액에 대해 20% 추가 할증(합병 후 시너지 감안)
픽코마 (카카오 재팬)	93.10%		89,250	83,092	픽코마 자체평가는 카카오페이지 자체평가의 120% 적용
카카오 모빌리티	69.29%		78,500	54,393	시장평가가 너무 오래되어 자체적으로 평가
카카오 페이	56.10%		170,000	95,370	자체평가 17.0 조원 (21E 거래액 100 조원 x 0.17 배)
카카오 뱅크	현재 33.54% 유증 후 32.33%	95,798	124,538	40,263	자체평가 12.45 조원 (1 조원 유증에 대한 유증단가 23,500 원을 유증후 주식수로 환산한 가치를 30% 할증)
카카오 커머스	99.65%		75,954	75,688	쿠팡과의 적용 Multiple 비교 방식을 통해 전체가치 75,594 억원 산정. 카카오 가치 귀속분은 지분율 99.65% 적용

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 카카오 SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022E 지배주주 EPS (원)	적용 PER (배)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)
카카오 가치	9,532	69.2	660,000	584,502
조정이익 가치	5,707	22.5	128,430	113,739
카카오게임즈 가치				23,839
카카오엔터테인먼트 가치				98,118
픽코마 가치				83,092
카카오 모빌리티 가치				54,393
카카오페이 가치				95,370
카카오뱅크 가치				40,263
카카오커머스 가치				75,688

주: 조정이익 가치 산정 시 지배주주순이익 추정치는 연결 지배주주순이익에서 카카오게임즈, 카카오페이지, 카카오엠, 카카오모빌리티, 카카오페이, 카카오커머스 등
 약식 순이익 추정치를 차감 조정한 것

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 카카오 목표주가 변동

구분	2022E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	9,532	62.9	600,000	531,012
신규	9,532	69.2	660,000	584,502
변경률(%)	0.0	10.0	10.0	10.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

