



산업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Overweight

인터넷포털/플랫폼 (Overweight)

Top Picks

NAVER(035420)

투자 의견 Buy (유지)

목표주가 560,000 원 (유지)

카카오(035720)

투자 의견 Buy (유지)

목표주가 182,000 원 (상향)

인터넷포털/플랫폼

NAVER, 카카오 시가총액 격차 증발을 바라보며...

코로나 19 이후 1년반 정도 만에 NAVER, 카카오 시가총액 격차 증발

카카오 시가총액은 다음과 카카오의 합병상장일인 2014.10.14 만 해도 78,679 억원으로서 NAVER 시가총액 249,857 억원의 31.5% 수준이었다. 이후 양사 주가 모두 꾸준한 상승 추이였으나 주가 상승폭은 카카오가 NAVER 보다 커 코로나 19 영향이 본격화되기 전인 2020 년초(2020.01.02 기준)에는 카카오 시가총액은 131,476 억원으로서 NAVER 시가총액 300,784 억원의 43.7% 수준으로까지 그 격차를 다소 축소했다.

그런데, 코로나 19 이후 전 세계적으로 대표적인 상위권 플랫폼 업체들의 주가가 강한 프리미엄을 받는 등 우호적인 환경이 조성되면서 NAVER, 카카오 양사 주가 모두 가파른 상승세를 시현했는데 이 와중에 주가 상승폭은 카카오 주가가 NAVER 주가보다 훨씬 더 커 양사간의 시가총액이 모두 증발하는 초유의 상황이 연출되고 있다. 참고로 1Q21 실적발표일인 21.04.29 에는 카카오 시가총액은 519,257 억원으로서 NAVER 시가총액 602,025 억원의 86% 수준까지 그 격차를 대폭 축소했으며, 급기야 어제(2021.06.14) 종가 기준으로는 카카오 시가총액은 63.3 조원(632,600 억원)으로서 NAVER 시가총액 63.6 조원(635,699 억원)과 거의 같은 수준으로서 양사 시가총액 격차는 완전히 증발했다.

양사 시가총액 격차 증발의 원인은 플랫폼 사업 관련 전략의 차이에 기인

NAVER, 카카오 시가총액 격차의 증발은 양사 모두 광고 중심 기존 사업 경영은 물론 커머스, 콘텐츠, 테크핀 등 핵심 플랫폼 사업 경영도 잘 했지만 카카오가 ① 인터넷전문은행 사업 참여에 대한 과감한 의사결정, ② 플랫폼 중심 신사업들의 분사 및 IPO 추진 등을 통한 직접적 가치 어필 등 주주가치 제고를 위해 더 공격적이고 적극적인 움직임을 보였기 때문이라 판단한다.

NAVER도 향후 플랫폼 사업에 대한 공격적인 가치 어필 작업 필요 판단

코로나 19 발발 이후 전세계적으로 플랫폼 사업에 대한 밸류에이션이 매우 우호적이고 파격적인 상황임을 감안하면(주요 비상장 플랫폼 업체들의 상장 전 펀딩 밸류에이션도 상장 시 공모가 밸류에이션도 매우 우호적인 상황. 카카오뱅크, 토스 등의 펀딩 밸류에이션 및 쿠팡, 로블록스 등의 공모가 밸류에이션이 각각 전자와 후자의 대표적 사례) NAVER도 주주가치 제고를 위해선 핵심 플랫폼 사업에 대한 직접적이고 공격적인 가치 어필 작업이 필요하다고 판단한다. 본연구원은 네이버파이낸셜, Webtoon Entertainment 등은 각각 한국 및 미국시장에 IPO를 적극적으로 추진할 필요가 있고, 커머스 사업도 분사하여 여차하면 미국시장 IPO를 노려볼 필요도 충분하다고 판단한다. 동사 커머스 부문보다 거래액 규모도 작고, 수익성도 훨씬 열위인 쿠팡이 현재 미국시장에서 76 조원의 가치를 평가받고 있다는 점은 시사하는 바가 크다. 아울러 인터넷전문은행도 언젠가 추가 출점 TO가 나올 경우 참여(가칭 네이버뱅크)를 적극적으로 고려해볼 필요가 있다고 판단한다.

NAVER: 목표주가 유지, Buy 유지. 카카오: 목표주가 상향, Buy 유지

NAVER는 목표주가 560,000 원, Buy 의견을 유지하고, 카카오는 목표주가는 182,000 원으로 20% 상향하고 Buy 의견을 유지한다. 카카오 목표주가 상향은 카카오페이, 카카오뱅크 등 하반기 상장 예정인 테크핀 플랫폼 및 내년 이후 상장이 예상되는 카카모빌리티, 카카오키즈, 카카오킨텐터테인먼트 등 주요 플랫폼들의 잠재력을 감안하여 Multiple을 상향한 결과이다. 하반기에도 카카오가 카뱅 및 카카오페이 상장, 카카오페이증권의 MTS 론칭 등 이슈성 모멘텀이 많은 건 사실이다. 그러나, 본연구원은 NAVER 주가가 카카오 주가 상방마져 제한하는 그림이 아니라 NAVER도 우상향하며 카카오 주가 상방까지 열어주는 역할을 기대한다. 실적규모 측면에선 아직은 카카오 시총이 NAVER 시총을 크게 역전하는 현상에 대해선 다소 부담스런 측면이 있으나 카카오뱅크, 카카오페이 등 하반기 상장하는 테크핀 업체들의 공모가 밸류 및 상장초기 주가흐름에 따라선 상당수준의 시가총액 역전현상이 발생할 가능성도 배제할 수 없다고 판단한다.

NAVER(035420) : TP 560,000 원 유지. 투자의견 Buy 유지

실적 전망

표1 Naver 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	11,547	12,760	13,608	15,126	14,991	16,227	16,316	17,938	17,774	19,106	19,095	20,880
서치플랫폼	6,447	6,782	7,101	7,702	7,527	7,948	7,916	8,540	8,258	8,658	8,483	9,125
검색	5,196	5,276	5,420	5,654	5,697	5,839	5,909	6,181	6,089	6,210	6,136	6,394
디스플레이	1,251	1,505	1,681	2,048	1,830	2,108	2,007	2,358	2,170	2,447	2,347	2,732
커머스	2,312	2,562	2,854	3,168	3,244	3,487	3,341	3,658	3,797	4,055	3,909	4,234
핀테크	1,376	1,647	1,740	2,011	2,095	2,321	2,437	2,783	2,884	3,163	3,306	3,752
콘텐츠	934	1,129	1,150	1,389	1,308	1,511	1,544	1,772	1,698	1,927	1,962	2,207
클라우드	477	641	763	856	817	960	1,077	1,185	1,137	1,302	1,435	1,561
영업비용	8,629	9,680	10,691	11,889	12,103	12,658	13,076	14,170	14,171	14,934	15,315	16,508
개발/운영	2,829	2,897	3,117	3,124	3,743	3,462	3,687	3,827	4,076	4,015	4,256	4,401
파트너	3,772	4,275	4,570	5,349	5,100	5,712	5,759	6,350	6,221	6,783	6,798	7,454
인프라	1,109	1,361	1,448	1,579	1,550	1,666	1,753	1,893	1,865	1,939	2,027	2,168
마케팅	919	1,147	1,556	1,837	1,710	1,817	1,876	2,099	2,009	2,197	2,234	2,485
영업이익	2,918	3,081	2,917	3,238	2,888	3,569	3,240	3,769	3,604	4,172	3,781	4,372
영업이익률(%)	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	22.0	19.9	21.0	20.3	21.8	19.8	20.9
순이익	1,349	907	2,353	3,841	153,145	3,148	3,091	3,945	3,831	3,673	3,542	4,293
순이익률(%)	11.7	7.1	17.3	25.4	1,021.6	19.4	18.9	22.0	21.6	19.2	18.5	20.6
순이익(지배주주)	1,848	1,473	2,455	4,246	153,105	3,290	3,202	4,103	3,911	3,769	3,609	4,396
순이익 대비 비중(%)	137.0	162.4	104.3	110.5	100.0	104.5	103.6	104.0	102.1	102.6	101.9	102.4
qoq(%)												
매출액	-2.1	10.5	6.6	11.2	-0.9	8.2	0.5	9.9	-0.9	7.5	-0.1	9.3
영업이익	5.9	5.6	-5.3	11.0	-10.8	23.6	-9.2	16.3	-4.4	15.8	-9.4	15.6
순이익	-31.3	-32.8	159.5	63.2	3,887.1	-97.9	-1.8	27.6	-2.9	-4.1	-3.6	21.2
순이익(지배주주)	-25.7	-20.3	66.7	73.0	3,506.3	-97.9	-2.6	28.1	-4.7	-3.6	-4.2	21.8
yoy(%)												
매출액	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	27.2	19.9	18.6	18.6	17.7	17.0	16.4
영업이익	0.6	1.6	1.8	17.6	-1.0	15.8	11.1	16.4	24.8	16.9	16.7	16.0
순이익	54.0	226.7	176.0	95.8	11,254.6	247.1	31.3	2.7	-97.5	16.7	14.6	8.8
순이익(지배주주)	42.5	85.9	95.7	70.7	8,184.7	123.4	30.5	-3.4	-97.4	14.6	12.7	7.1

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 1Q21 부터는 Z 홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 반영 기준(Z 홀딩스 32.65%)

자료: Naver, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 NAVER 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	43,562	53,041	65,472	76,855	88,652
서치플랫폼	26,546	28,031	31,931	34,524	36,847
검색	21,006	21,547	23,627	24,828	25,661
디스플레이	5,540	6,485	8,303	9,695	11,186
커머스	7,921	10,897	13,730	15,996	18,194
핀테크	4,066	6,775	9,637	13,105	17,104
콘텐츠	3,093	4,602	6,135	7,794	9,531
클라우드	1,936	2,737	4,039	5,436	6,976
영업비용	32,012	40,888	52,006	60,927	69,774
개발/운영	10,290	11,966	14,720	16,748	19,005
파트너	13,930	17,966	22,922	27,256	31,594
인프라	4,212	5,498	6,862	7,999	9,088
마케팅	3,580	5,459	7,503	8,925	10,087
영업이익	11,550	12,153	13,466	15,928	18,878
영업이익률(%)	26.5	22.9	20.6	20.7	21.3
순이익	3,968	8,450	163,329	15,339	18,179
순이익률(%)	9.1	15.9	249.5	20.0	20.5
순이익(지배주주)	5,831	10,021	163,700	15,685	18,645
순이익 대비 비중(%)	146.9	118.6	100.2	102.3	102.6
EPS	2,408	5,144	99,431	9,338	11,067
EPS(지배주주)	3,538	6,100	99,657	9,549	11,350
yoy(%)					
매출액	19.3	21.8	23.4	17.4	15.3
영업이익	11.7	5.2	10.8	18.3	18.5
순이익	-36.8	112.9	1,832.9	-90.6	18.5
EPS	-36.8	113.7	1,832.9	-90.6	18.5
EPS(지배주주)	-10.1	72.4	1,533.6	-90.4	18.9

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 1Q21 부터는 Z 홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 반영 기준(Z 홀딩스 32.65%)

자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표3 네이버페이 Valuation_ 결제/송금 중심 주요 TechFin 잠재가치 밸류에이션 참조

구분	네이버페이	카카오페이	페이코
MAU	1,400 만	2,145 만	400 만
가맹점	온라인	69 만 +	10 만
	오프라인	(온라인 4 만, 오프라인 65 만 내외 추산 / 온오프 모두 중대형몰 대부분 가맹)	자체 20 만 + 제로페이 제휴 60 만 + 삼성페이 제휴 270 만
거래액	2019 년 16.2 조원(YoY 42%) 2020 년 25.9 조원(YoY 60%) (1Q20 5.2 조원, YoY 49%) (2Q20 6.1 조원, YoY 56%) (3Q20 6.8 조원, YoY 62%) (4Q20 7.8 조원, YoY 70%) (1Q21 8.4 조원, YoY 62%) (대부분 온라인결제액) (코로나 19 수혜로 온라인결제 폭발적 성장세)	2019 년 48.4 조원(YoY 138%) 2020 년 66.9 조원(YoY 38%) (1Q20 14.3 조원, YoY 35%) (2Q20 14.8 조원, YoY 31%) (3Q20 17.9 조원, YoY 39%) (4Q20 19.9 조원, YoY 47%) (1Q21 21.8 조원, YoY 52%) (송금액 50% 이상) (온라인결제, 금융서비스 폭발적 성장세)	2019 년 6.0 조원 (YoY 30%) 2020 년 7.0 조원 (YoY 17%) 1Q20 1.7 조원 (YoY 29%) 2Q20 1.7 조원 (YoY 23%) 3Q20 1.8 조원 (YoY 20%) 4Q20 1.8 조원(YoY 1%) (결제액 80% 이상) (온라인결제 상대적 부진) (오프라인결제 고성장 중이었으나 2020 년은 코로나 19 로 위축)
최신 시장평가 가치 (전체가치 기준)	2020 년 1 월 미래에셋 4 개 계열사 편당 시 전체가치 기준 26,643 억원 (7,993 억원, 자본율 30%) (2019 년 16.2 조원 x Multiple 0.16 배)	2017 년 2 월 엔트파이낸셜 2,300 억원(39.1%) 편당 시 전체가치 기준 5,882 억원 2020 년 6 월 카카오/엔트파이낸셜 합산 1,600 억원 추가 편당 시 전체가치 기준 10,973 억원 (콜옵션 행사라 과거에 셋업된 밸류에이션 기준일 뿐 최근 밸류에이션 동향 반영하고 있는 것은 아님. 즉, 이 가격은 무의미) (이로 인해 카카오 지분율은 60.9%에서 56.1%로 감소)	2019 년 7 월 한화생명보험, 너브 편당 시 7,350 억원 (2019 년 거래액 6.0 조원 x Multiple 0.12 배)
당사 시뮬레이션 평가가치 (전체가치 기준)	14.175 조원 (2021E 거래액 40.5 조원 x Multiple 0.35 배)	15.000 조원 (2021E 거래액 100 조원 x Multiple 0.15 배)	0.900 조원 (2021E 거래액 9 조원 x Multiple 0.10 배)
주요 주주	NAVER: 70% 미래에셋대우: 30%	카카오: 56.1% 엔트파이낸셜: 43.9%	NHN: 68.42%
각사 가치 기여	NAVER 가치 기여 9.923 조원	카카오 가치 기여 8.415 조원	NHN 가치 기여 0.616 조원

▶ 가장 최근 편당 레퍼런스 Valuation 현황

- ▷ 페이코: 19 년 7 월 편당 시 전체가치 7,350 억원 평가. 이는 2019 년 거래액 대비 Multiple 0.12 배
- ▷ 네이버페이: 20 년 1 월 미래에셋 4 개 계열사 편당 시 전체가치 26,643 억원 평가. 이는 2019 년 거래액 대비 Multiple 0.16 배

▶ 2021E 거래액 대비 Multiple 산정

- ▷ 네이버페이는 거래액 대부분이 결제액이고, 검색/커머스/결제의 네이버 생태계 기반 막강한 플랫폼 경쟁력 감안 시 3 개 중 훨씬 높은 프리미엄 적절. 국내 1 위 EC 네이버 커머스 부문과 국내 압도적 1 위 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. CJ 대통, 신세계/이마트 등과의 물류 제휴 통한 EC 확대정책 또한 네이버페이와 시너지 기대
- ▷ 카카오페이는 플랫폼 경쟁력 우수하나 네이버페이 대비 EC 거래액 열위(2020 년 27.8 조원 vs 5.6 조원), 결제액 비중 열위(결제액 거의 100% vs 송금 비중 50% 이상) 감안하여 거래액 대비 적용 Multiple 은 네이버페이의 절반 정도로 책정
- ▷ 페이코는 결제액 비중은 네이버페이보다는 낮으나 카카오페이보다는 높음(80% 정도 추정). 다만, 네이버페이, 카카오페이와 달리 플랫폼 기반이 아니고 별도 앱 방식 이라 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 Multiple 도 가장 낮은 수준 적용

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 NAVER 웹툰사업 Valuation

Webtoon 사업 가치 요소		전체가치 (100% 기준)	전체가치(100% 기준) 산정 내역	NAVER 가치 기여
Webtoon Entertainment (77.5%)	네이버 웹툰 (일본 외 글로벌)	87,750 억원	▶ 합병 전 기준 카카오페이지 100% 지분 가치 67,500 억원의 130% 적용 ▷ 2020 년 기준 수익성은 카카오페이지(일본 픽코마 제외)가 네이버웹툰(일본 LDF 제외)보다 우위 ▷ 2020 년 기준 거래액 절대규모, 성장성은 네이버웹툰(일본 LDF 제외)이 카카오페이지(일본 픽코마 제외)보다 우위 ▷ 네이버웹툰(일본 LDF 제외)은 카카오페이지(일본 픽코마 제외)보다 미국 /유럽 등 글로벌 확장성 우위 ▷ 왓패드 인수로 웹툰, 웹소설간의 IP 교류 시너지 기대. 글로벌 No 1 웹툰, 웹소설 플랫폼의 결합으로 글로벌 No 1 스토리텔링 플랫폼 탄생 ▷ 네이버웹툰(일본 LDF 제외) 자체 평가가치 8,775 조원은 2020 년 거래액 4,714 억원 대비 Multiple 18.6 배 vs 카카오페이지(일본 픽코마 제외) 자체 평가가치 6.75 조원은 2020 년 거래액 3,558 억원 대비 Multiple 19.0 배	98,552 억원 (87,750 억원 + 39,488 억원) x 77.5%
	LINE Digital Frontier (라인망가)	39,488 억원	▶ 네이버웹툰 100% 지분가치 87,750 억원의 45% 적용 ▷ 지배구조 개편 시 일본사업 가치를 글로벌사업 가치의 47.7%로 평가 - 네이버웹툰 지분 33.4% 가치 = LDF 지분 70.0% 가치 ▷ 2019 년 거래액은 네이버웹툰 2,887, LDF 2,663 억원으로서 큰 차이 없었으나 글로벌사업(네이버웹툰) 가치가 일본사업(LDF)보다 2 배 정도 높게 평가된 것은 미국/유럽 등 성장잠재력 관련 프리미엄 부가된 것 ▷ LDF 도 지배구조 개편 후 네이버웹툰 장편 연재형 IP 도입, 공격적 마케팅 등으로 체질 개선 중이나 아직은 효과 미미하여 네이버웹툰 대비 가치 비중은 45%로 지배구조 개편 시 기준보다 좀 더 축소 ▷ 일본사업은 향후 지배구조 개편 효과 본격화로 성장성 강화될 수 있는 가능성 유효	

- ▶ Webtoon Entertainment(지배구조 개편 후)에 대한 NAVER 지분율 77.5%
- ▷ 궁극적으로 Webtoon Entertainment(미국법인)가 네이버웹툰(한국), LDF(일본), Watong Entertainment(중국) 등을 총괄
 - ▷ Webtoon Entertainment(미국법인)가 한국, 일본, 중국법인 모두 100% 자회사로 거느리게 됨
 - ▷ Webtoon Entertainment(지배구조 개편 후) 지분율은 NAVER 66.6%, LINE Corp 33.4%
 - ▷ Webtoon Entertainment(지배구조 개편 후)에 대한 NAVER 지배력 = 66.6% + 10.9%(33.5% x 32.5%) = 77.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 NAVER 커머스 부문 Valuation

(억원, 배, %)	2020 년 거래액	적용 Multiple	시가총액
쿠팡	210,000	3.55	746,339
NAVER 커머스 부문	280,000	0.84	233,853
쿠팡 대비 Discount Rate		76.5%	

- ▶ 쿠팡 시가총액은 21.03.26 종가 기준

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Z홀딩스 지분법손익 및페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주순이익

(억원, 원)	2020	2021E	2022E
+ Z홀딩스(LINE, 야후재팬) 지분법손익 제외 지배주주순이익	10,021	162,046	13,348
- 페이 부문(네이버파이낸셜) 순이익 (20년 발표치, 21년 이후 약식 추정치)	549	705	885
- 웹툰 부문(글로벌 합산) 순이익 (20년 추산치, 21년 이후 약식 추정치)	-756	-325	-105
- 커머스 부문 순이익 (20년 추산치, 21년 이후 약식 추정치)	1,255	1,650	2,105
= 페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주순이익	8,973	160,016	10,463
Z홀딩스 지분법손익 및페이/웹툰/커머스 부문 순이익 제외한 지배주주 EPS	5,462	97,415	6,370

자료: NAVER, LINE, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 NAVER SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022E 지배주주 EPS	적용 PER	목표주가	목표시총(억원)
NAVER 가치	9,549	58.6	560,000	919,875
페이/웹툰/커머스 부문 제외한 손익 가치(Z홀딩스 지분법손익 제외)	6,370	33.5	213,574	350,824
네이버페이 가치 귀속분				99,225
네이버페이 가치				141,750
NAVER의 네이버페이 지분율				70.0%
Webtoon Entertainment(통합 후) 가치 귀속분				98,552
Webtoon Entertainment 가치				127,238
Webtoon Entertainment에 대한 NAVER 지분율				77.5%
네이버웹툰 가치				87,750
LINE Digital Frontier 가치				39,488
네이버웹툰 대비 가치 비중				45.0%
커머스 부문 가치 귀속분				233,853
커머스 부문 전체 가치				233,853
커머스 부문 가치 귀속 비중				100.0%
Z홀딩스 가치 귀속분				137,422
Z홀딩스 가치 (현재주가 기준 : 목표주가 기준 = 80 : 20)				420,893
Z홀딩스에 대한 지배력				32.65%

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오(035720): TP 182,000 원으로 20% 상향. 투자의견 Buy 유지

실적전망

표8 카카오 분기 실적전망

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	8,684	9,529	11,004	12,351	12,580	13,250	15,249	17,283	17,773	18,198	19,098	20,582
플랫폼부문	4,418	4,927	5,544	6,570	6,688	7,343	7,984	9,390	9,394	9,585	10,249	11,616
특비즈	2,247	2,484	2,844	3,603	3,615	3,934	4,366	5,327	5,140	5,485	5,945	6,861
포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,227	1,175	1,236	1,179	1,250	1,201	1,255	1,202	1,266
신사업	1,005	1,268	1,488	1,740	1,898	2,173	2,438	2,814	3,053	2,846	3,102	3,489
콘텐츠부문	4,266	4,602	5,460	5,782	5,892	5,908	7,265	7,893	8,378	8,613	8,849	8,966
게임 콘텐츠	968	1,075	1,504	1,408	1,303	1,108	2,020	2,361	2,817	2,827	2,688	2,523
뮤직 콘텐츠	1,507	1,510	1,557	1,551	1,568	1,596	1,628	1,643	1,623	1,649	1,679	1,692
유료 콘텐츠	970	1,190	1,484	1,636	1,747	1,974	2,299	2,433	2,584	2,764	3,019	3,164
IP 비즈니스 기타	819	827	915	1,187	1,274	1,229	1,318	1,456	1,354	1,372	1,464	1,587
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,855	11,004	11,613	13,004	14,937	14,625	15,436	16,200	18,005
인건비	1,987	2,165	2,393	2,655	2,929	2,827	3,127	3,468	3,357	3,592	3,898	4,248
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,916	4,930	5,141	5,871	6,740	6,860	6,970	7,276	7,965
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,445	1,625	1,716	2,086	2,054	2,280	2,394	2,837
마케팅비	299	385	763	875	672	994	1,220	1,504	1,173	1,365	1,356	1,605
상각비	587	616	668	782	792	819	854	895	919	948	982	1,022
기타	191	223	203	177	236	207	216	244	261	281	293	327
영업이익	882	978	1,202	1,497	1,575	1,637	2,245	2,346	3,148	2,761	2,899	2,577
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.4	14.7	13.6	17.7	15.2	15.2	12.5
순이익	799	1,452	1,437	-1,955	2,399	1,514	1,913	1,855	2,442	2,128	2,316	2,061
순이익률(%)	9.2	15.2	13.1	-15.8	19.1	11.4	12.5	10.7	13.7	11.7	12.1	10.0
순이익(지배주주)	775	1,398	1,275	-1,891	2,245	1,444	1,809	1,792	2,297	2,040	2,201	2,001
순이익 대비 비중(%)	96.9	96.2	88.7	96.7	93.6	95.4	94.6	96.6	94.1	95.9	95.1	97.1
qoq(%)												
매출액	2.5	9.7	15.5	12.2	1.8	5.3	15.1	13.3	2.8	2.4	4.9	7.8
영업이익	10.8	10.8	23.0	24.5	5.3	3.9	37.1	4.5	34.2	-12.3	5.0	-11.1
순이익	흑전	80.4	-8.8	적전	흑전	-35.7	25.3	-1.0	28.2	-11.2	7.9	-9.1
yoy(%)												
매출액	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	39.1	38.6	39.9	41.3	37.3	25.2	19.1
영업이익	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	67.5	86.7	56.8	99.8	68.6	29.1	9.8
순이익	181.6	260.4	128.9	적지	189.9	3.3	41.9	흑전	2.3	41.3	21.7	11.7

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 카카오 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	30,701	41,568	58,362	75,651	89,869
플랫폼부문	14,347	21,459	31,404	40,845	49,978
특비즈	6,498	11,178	17,242	23,432	29,639
포털비즈	5,236	4,779	4,839	4,924	4,995
신사업	2,613	5,501	9,324	12,490	15,344
콘텐츠부문	16,354	20,109	26,957	34,806	39,890
게임 콘텐츠	3,974	4,955	6,792	10,855	11,975
뮤직 콘텐츠	5,866	6,126	6,436	6,644	6,846
유료 콘텐츠	2,972	5,280	8,452	11,530	14,785
IP 비즈니스 기타	3,541	3,748	5,277	5,776	6,285
영업비용	28,633	37,010	50,558	64,265	75,916
인건비	7,015	9,199	12,351	15,096	18,006
매출연동비	13,680	17,464	22,683	29,072	33,361
외주/인프라	3,601	4,577	6,872	9,566	12,752
마케팅비	1,512	2,323	4,390	5,499	5,884
상각비	2,206	2,653	3,359	3,871	4,386
기타	618	793	904	1,162	1,527
영업이익	2,068	4,559	7,804	11,385	13,953
영업이익률(%)	6.7	11.0	13.4	15.1	15.5
순이익	-3,419	1,734	7,680	8,946	10,758
순이익률(%)	-11.1	4.2	13.2	11.8	12.0
순이익(지배주주)	-3,010	1,556	7,291	8,539	10,329
순이익 대비 비중(%)	88.0	89.8	94.9	95.5	96.0
EPS	-793	392	1,730	2,015	2,423
지배주주 EPS	-698	352	1,642	1,924	2,327
yoy(%)					
매출액	27.0	35.4	40.4	29.6	18.8
영업이익	183.5	120.4	71.2	45.9	22.5
순이익	적전	흑전	368.5	17.1	21.0
EPS	적전	흑전	368.5	17.1	21.0

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표10 카카오페이 Valuation_ 결제/송금 중심 주요 TechFin 잠재가치 밸류에이션 참조

구분	네이버페이	카카오페이	페이코
MAU	1,400 만	2,145 만	400 만
가맹점	온라인	69 만 +	10 만
	오프라인	(온라인 4 만, 오프라인 65 만 내외 추산 / 온오프 모두 중대형몰 대부분 가맹)	자체 20 만 + 제로페이 제휴 60 만 + 삼성페이 제휴 270 만
거래액	2019 년 16.2 조원(YoY 42%) 2020 년 25.9 조원(YoY 60%) (1Q20 5.2 조원, YoY 49%) (2Q20 6.1 조원, YoY 56%) (3Q20 6.8 조원, YoY 62%) (4Q20 7.8 조원, YoY 70%) (1Q21 8.4 조원, YoY 62%) (대부분 온라인결제액) (코로나 19 수혜로 온라인결제 폭발적 성장세)	2019 년 48.4 조원(YoY 138%) 2020 년 66.9 조원(YoY 38%) (1Q20 14.3 조원, YoY 35%) (2Q20 14.8 조원, YoY 31%) (3Q20 17.9 조원, YoY 39%) (4Q20 19.9 조원, YoY 47%) (1Q21 21.8 조원, YoY 52%) (송금액 50% 이상) (온라인결제, 금융서비스 폭발적 성장세)	2019 년 6.0 조원 (YoY 30%) 2020 년 7.0 조원 (YoY 17%) 1Q20 1.7 조원 (YoY 29%) 2Q20 1.7 조원 (YoY 23%) 3Q20 1.8 조원 (YoY 20%) 4Q20 1.8 조원(YoY 1%) (결제액 80% 이상) (온라인결제 상대적 부진) (오프라인결제 고성장 중이었으나 2020 년은 코로나 19 로 위축)
최신 시장평가 가치 (전체가치 기준)	2020 년 1 월 미래에셋 4 개 계열사 편당 시 전체가치 기준 26,643 억원 (7,993 억원, 지분율 30%) (2019 년 16.2 조원 x Multiple 0.16 배)	2017 년 2 월 엔트파이낸셜 2,300 억원(39.1%) 편당 시 전체가치 기준 5,882 억원 2020 년 6 월 카카오/엔트파이낸셜 합산 1,600 억원 추가 편당 시 전체가치 기준 10,973 억원 (폴옵션 행사라 과거에 셋업된 밸류에이션 기준일 뿐 최근 밸류에이션 동향 반영하고 있는 것은 아님. 즉, 이 가격은 무의미) (이로 인해 카카오 지분율은 60.9%에서 56.1%로 감소)	2019 년 7 월 한화생명보험, 너브 편당 시 7,350 억원 (2019 년 거래액 6.0 조원 x Multiple 0.12 배)
당사 시뮬레이션 평가가치 (전체가치 기준)	14,175 조원 (2021E 거래액 40.5 조원 x Multiple 0.35 배)	15,000 조원 (2021E 거래액 100 조원 x Multiple 0.15 배)	0.900 조원 (2021E 거래액 9 조원 x Multiple 0.10 배)
주요 주주	NAVER: 70% 미래에셋대우: 30%	카카오: 56.1% 엔트파이낸셜: 43.9%	NHN: 68.42%
각사 가치 기여	NAVER 가치 기여 9.923 조원	카카오 가치 기여 8.415 조원	NHN 가치 기여 0.616 조원

▶ 가장 최근 편당 레퍼런스 Valuation 현황

- ▷ 페이코: 19 년 7 월 편당 시 전체가치 7,350 억원 평가. 이는 2019 년 거래액 대비 Multiple 0.12 배
- ▷ 네이버페이: 20 년 1 월 미래에셋 4 개 계열사 편당 시 전체가치 26,643 억원 평가. 이는 2019 년 거래액 대비 Multiple 0.16 배

▶ 2021E 거래액 대비 Multiple 산정

- ▷ 네이버페이는 거래액 대부분이 결제액이고, 검색/커머스/결제의 네이버 생태계 기반 막강한 플랫폼 경쟁력 감안 시 3 개 중 훨씬 높은 프리미엄 적절. 국내 1 위 EC 네이버 커머스 부문과 국내 압도적 1 위 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. CJ 대통, 신세계/이마트 등과의 물류 제휴 통한 EC 확대정책 또한 네이버페이와 시너지 기대
- ▷ 카카오페이는 플랫폼 경쟁력 우수하나 네이버페이 대비 EC 거래액 열위(2020 년 27.8 조원 vs 5.6 조원), 결제액 비중 열위(결제액 거의 100% vs 송금 비중 50% 이상) 감안하여 거래액 대비 적용 Multiple 은 네이버페이의 절반 정도로 책정
- ▷ 페이코는 결제액 비중은 네이버페이보다는 낮으나 카카오페이보다는 높음(80% 정도 추정). 다만, 네이버페이, 카카오페이와 달리 플랫폼 기반이 아니고 별도 앱 방식 이라 플랫폼 경쟁력 대폭 열위. 각각 국민 포털 네이버, 국민 SNS 카카오톡 플랫폼을 바탕으로 한 검색/ EC/결제 플랫폼 생태계 및 메신저/EC/결제 플랫폼 생태계 와의 경쟁력 대폭 열위. 따라서, 거래액 규모도 가장 작을 뿐만 아니라 거래액 대비 적용 Multiple 도 가장 낮은 수준 적용

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 카카오커머스 Valuation

(억원, 배, %)	2020 년 거래액	적용 Multiple	시가총액
쿠팡	210,000	3.55	746,339
NAVER 커머스 부문	280,000	0.84	233,853
쿠팡 대비 Discount Rate		76.5%	
카카오커머스	56,370	1.33	75,127
쿠팡 대비 Discount Rate		62.5%	

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 카카오 주요 자회사 펀딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션 1

자회사	지분율	펀딩 등 시장평가 참조 및 약식 밸류에이션	시장평가 가치 (억원)	자체평가 가치 (억원)	카카오 가치귀속 (억원)	비고
카카오 게임즈	45.58%			49,210	22,430	자체 TP 기준 시총 적용
카카오 엔터테 인먼트	68.71%	카카오페이지, 카카오프렌즈 합병 전: 카카오페이지: IPO 주가사 평가가치는 4~5 조원, 시장 잠재 평가가치 5 조원 / 당사 자체 평가가치는 시장 평가가치를 70% 할증한 8.5 조원 카카오프렌즈: 2020 년 3 월말 2,100 억원 투자 유치. 100% 환산 시 1.7 조원 가치 환산, 시장 잠재 평가가치 2 조원 / 당사 자체 평가가치는 시장 평가가치를 70% 할증한 3.4 조원 카카오페이지, 카카오프렌즈 합병 후: 동사 종전 지분율은 카카오페이지 63.52%, 카카오프렌즈 77.31% / 합병비율은 카카오페이지 : 카카오프렌즈 = 1 : 1.3102584 이므로 합병 후 카카오프렌즈에 대한 동사 지분율은 68.71% / 카카오프렌즈에 대한 동사 지분율은 68.71% / 카카오프렌즈 가치의 합병 전 카카오페이지 가치 8.5 조원, 카카오프렌즈 가치 3.4 조원의 합산 11.9 조원을 40% 추가 할증한 16.66 조원으로 자체평가(페이지의 웹툰, 웹소설 IP 와 엠의 드라마, 영화 제작간 OSMU IP 교류 시너지는 양사 합병을 통해 더욱 제고 전망) / 카카오 가치귀속 11.4471 조원(지분율 68.71%) / 최근 카카오프렌즈 뉴욕시장 상장 시 공모가 기준 20 조원 평가 가능하다는 언론보도(사측에서도 상장은 한국시장에만 국한하지 않는다는 입장) 카카오페이지 2020 년 영업실적(매출 3,591 억원, 영업이익 407 억원, OPM 11.3%). 카카오프렌즈 2020 년 영업실적(매출 4,647 억원, 영업이익 160 억원, OPM 3.4%) → 카카오페이지 자체적으로도 매출 고성장 추이 지속. 카카오프렌즈 자체적으로도 매출 고성장 추이 지속 / 2020 년 양사 합산 영업실적은 매출 8,238 억원, 영업이익 567 억원, OPM 6.9% / 합병 시 매출 시너지뿐만 아니라 영상제작 내재화 등으로 수익성 개선 효과도 기대. 따라서, 카카오프렌즈 2021 년 영업실적은 매출 1 조원 이상, OPM 10%대, 영업이익 1,000 억원대 예상 북미 웹툰 3 위 업체 타파스 미디어 지분 44.4% 확보 / 북미 웹소설 플랫폼 래디쉬 지분 추가 투자 예정(2020 년 7 월 322 억원 투자하여 12% 지분 보유 중). 네이버가 6,500 억원으로 인수한 왓패드라는 글로벌 MAU 9,000 만명으로서 MAU 기준 글로벌 웹소설 1 위 플랫폼. 무료 서비스 중심. 래디쉬는 유료 서비스 중심이라 매출 가파른 성장 추이(2019 년 22 억원에서 2020 년 230 억원으로 10 배 이상 급증)		166,600	114,471	자체평가는 각각 시장 평가 가치 대비 70% 할증한 카카오페이지, 카카오프렌즈 가치 합산액에 대해 40% 추가 할증(합병 후 시너지 감안)

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 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%	픽코마 거래액 추이: 2018 년은 517 억원으로서 카카오페이지 2,383 억원의 21.7% → 2019 년은 1,220 억원으로서 카카오페이지 3,080 억원의 39.6% → 2020 년은 4,136 억원으로서 카카오페이지 3,558 억원의 116.2%. ※ 카카오페이지 거래액은 플랫폼 거래액 외 일본, 미국, 중국 등 글로벌 IP 유통 거래액 포함 VS 픽코마 거래액은 플랫폼 거래액 Only 거래액 yoy 추이 비교: 카카오페이지 2019 년 29.2%, 2020 년 15.5% vs 픽코마 2019 년 136.0%, 2020 년 238.9% → 픽코마 거래액 성장성이 카카오페이지 성장성보다 훨씬 높음 2021 년 거래액 목표 비교: 카카오페이지 7,000 억원(플랫폼 거래액 외 일본, 미국, 중국 등 글로벌 IP 유통 거래액 포함) vs 픽코마 거래액 1 조원 이상(플랫폼 거래액 Only) → 올해 거래액 목표치도 픽코마가 카카오페이지보다 훨씬 큼 OPM 추이 비교: 카카오페이지 2019 년 11.9%, 2020 년 12.1% VS 픽코마 2019 년 적자(But, 4Q19 흑전), 2020 년 한 자릿수 흑전 → 수익성은 카카오페이지가 픽코마보다 우위 픽코마 가치 시뮬레이션: 픽코마는 합병 전 카카오페이지 대비 수익성은 열위이나 성장성은 훨씬 우위. 따라서, 픽코마 가치는 합병 전 카카오페이지 자체 평가 가치 8.5 조원의 180% 적용한 15.3 조원 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 14.08 조원		153,000	140,821	픽코마 자체평가는 카카오페이지 자체평가의 180% 적용

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 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	63.41%	2017 년 6 월 TPG(Texas Pacific Group)가 지분 30.7%에 5,000 억원 투자. 이는 전체가치 환산 시 16,287 억원 2021 년 3 월 칼라일 펀드로부터 지분 6.69%에 2,199 억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.29 조원 정도 2021 년 4 월 구글로부터 지분 1.69%에 565 억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.35 조원 정도 2021 년 3-4 월 두 차례의 펀딩 시 평가가치는 3.3 조원 내외. 투자자들은 카카오모빌리티의 미래 잠재가치를 그들의 투자단가보다 훨씬 크게 평가했을 것임. 당사에서는 카카오모빌리티 잠재가치를 최근의 시장 펀딩 레퍼런스 가치 3.35 조원 대비 2.8 배 할증한 9.38 조원으로 평가함 택시(티블루, 티벤티) 잠재력 감안 시 2017 년 6 월 펀딩 시에 비해 지금은 가치 대폭 제고, 7 조원 이상 가능 판단		93,800	59,479	자체평가는 최근 시장 펀딩 레퍼런스 가치 대비 2.8 배 할증
카카오 페이	56.10%	15.0 조원 평가 (2021E 거래액 100 조원 x Multiple 0.15 배) (사측의 2021 년 거래액 목표: 100 조원)		150,000	84,150	자체평가 15.0 조원
카카오 뱅크	32.33%	2020 년말 1 조원 유증 단행. 향후 필요 시 추가 유증 가능성도 상존. 3Q20 순이익 406 억원으로 가파르게 증가하는 등 자본 축적 감안 시 2015E 순자본 3.4 조원 이상 가능 → 현시점에선 10,000 억원 유증에 대한 유증단가 23,500 원을 유증 후 주식수로 환산한 9.58 조원에 대해 110% 프리미엄을 부가한 20.2 조원을 잠재가치로 산출 네이버페이 산정 가치 13.3 조원은 2021E 거래액 X Multiple 0.34 배. 카카오뱅크는 네이버페이 적용 Multiple 대비 100% 프리미엄 적용. 21E 거래액(수신액) 30 조원 X 0.67 배 = 20.2 조원 (당사 금융 담당 연구원의 카카오뱅크 밸류 시뮬레이션 준용)	95,798	202,138	65,351	자체평가 20.2 조원 (1 조원 유증에 대한 유증단가 23,500 원을 유증후 주식수로 환산한 가치를 110% 할증)
카카오 커머스	99.65%	쿠팡 시총 74.6 조원은 2020 년 거래액 21 조원 대비 Multiple 3.55 배 2020 년 거래액 대비 Multiple 은 국가/시장 디스카운트 감안하여 쿠팡 대비 네이버 커머스 부문은 76.5%, 카카오커머스는 62.5% 디스카운트(최근 몇 년간 거래액 규모는 카카오커머스가 네이버 커머스 부문 대비 열위였으나 성장성은 카카오커머스가 우위였다 점을 감안하여 쿠팡 대비 Multiple DC 는 네이버 커머스 부문보다 카카오커머스를 더 작게 적용) → 카카오커머스 자체 평가가치는 2020 년 거래액 5.6 조원에 쿠팡 대비 62.5% 할인한 1.33 배를 적용한 7.51 조원으로 평가함		75,127	74,864	자체평가 7.51 조원 (2020 년 거래액 5.6 조원 X Multiple 1.33 배)

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 카카오 SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022 지배주주 EPS (원)	적용 PER (배)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)
카카오 가치	1,924	94.6	182,000	807,952
조정이익 가치	1,664	33.4	55,501	246,386
카카오게임즈 가치				22,430
카카오엔터테인먼트 가치				114,471
픽코마 가치				140,821
카카오 모빌리티 가치				59,479
카카오페이 가치				84,150
카카오뱅크 가치				65,351
카카오커머스 가치				74,864

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

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

NAVER

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

600,000

500,000

400,000

300,000

200,000

100,000

0

19/06

19/12

20/06

20/12

21/06

투자이견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2018.04.27	Buy	190,000 원	-17.7		-24.0						
2018.10.26	Buy	160,000 원	-13.4		-23.9						
2019.07.26	Buy	175,000 원	-9.1		-15.9						
2019.09.30	Buy	200,000 원	-18.0		-22.8						
2019.11.01	Buy	210,000 원	-11.0		-17.0						
2020.01.10	Buy	240,000 원	-20.4		-25.2						
2020.03.20	Buy	200,000 원	-13.3		-18.5						
2020.04.13	Buy	217,000 원	-12.4		-18.5						
2020.04.24	Buy	250,000 원	-11.2		-16.0						
2020.05.21	Buy	290,000 원	-13.4		-18.6						
2020.06.18	Buy	340,000 원	-12.1		-18.5						
2020.07.31	Buy	370,000 원	-4.1		-18.8						
2021.01.29	Buy	460,000 원	-16.2		-21.5						
2021.02.16	Buy	510,000 원	-21.7		-24.1						
2021.03.04	Buy	560,000 원									

카카오

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

200,000

160,000

120,000

80,000

40,000

0

19/6

19/12

20/6

20/12

21/6

투자이견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
			최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비
2019.05.10	Buy	31,000 원	-12.3		-17.7	2021.01.26	Buy	120,000 원	-16.3		-23.2
2019.08.09	Buy	34,000 원	-18.5		-21.2	2021.02.16	Buy	132,000 원	-15.5		-24.5
2019.09.30	Buy	35,000 원	-13.7		-20.9	2021.04.15	Buy	152,000 원	-6.3		-21.1
2019.11.08	Buy	37,000 원	-11.4		-16.9	2021.06.15	Buy	182,000 원			
2020.01.10	Buy	42,000 원	-14.8		-20.7						
2020.02.14	Buy	46,000 원	-17.2		-22.4						
2020.03.13	Buy	42,600 원	-25.4		-31.5						
2020.03.20	Buy	37,000 원	-13.0		-16.4						
2020.04.13	Buy	42,000 원	-1.9		-14.4						
2020.05.08	Buy	52,000 원	-11.0		-16.1						
2020.05.21	Buy	60,000 원	-10.0		-13.7						
2020.06.19	Buy	70,000 원	5.9		-9.4						
2020.08.07	Buy	88,000 원	-6.4		-13.4						
2020.09.22	Buy	92,000 원	-13.9		-20.5						
2021.01.06	Buy	100,000 원	-5.3		-11.6						

주) 2021.04.15부터 1/5 액면분할(액면가 500 원 → 100 원) 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 리서치본부가 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 제 3 자에게 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)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	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%	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)