



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	182,000 원
현재주가	159,500 원

컨센서스 대비 (2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (7/2)	3,281.78pt
시가총액	708,068 억원
발행주식수	443,930 천주
52 주 최고가/최저가	169,500 / 54,093 원
90 일 일평균거래대금	5,692.88 억원
외국인 지분율	32.1%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	18,610 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 23.8%
	6개월 89.8%
	12개월 124.6%
주주구성	김범수 외 65 인 24.3%
	국민연금공단 8.4%
	Maximo Pte. Ltd 6.3%

Stock Price

카카오 (035720)

단기 주가 향방은? 하반기 관전포인트는?

2Q21 Preview: 당사 및 컨센서스 전망치 부합하는 양호한 실적 전망

2Q21 연결영업실적은 매출 13,501억원(qoq 7.3%, yoy 41.7%), 영업이익 1,716억원(qoq 9.0%, yoy 75.6%)으로서 yoy 기준 폭발적 성장, qoq 기준으로도 견조한 성장을 실현하며 당사 및 시장 컨센서스 전망치에 부합할 것으로 추정한다.

동사 가치는 장기적으로는 한참 더 상승 예상

동사 주가는 작년 초 코로나 19 발발 이후 플랫폼 사업에 대해 전세계적으로 공격적이다 못해 파격적인 밸류에이션 분위기가 형성되며 가파르게 상승했다. 특히, 플랫폼 사업에 대한 분사 및 IPO 등 적극적인 가치 어필 전략이 주효하며 NAVER 시총까지 역전했다. 본연구원은 동사 가치는 플랫폼 사업에 대한 막강한 성장잠재력을 바탕으로 장기적으로는 한참 더 상승할 것으로 예상하고 있다.

단기 주가 방향성은 बैं크, 페이 상장 후 주가 향방에 따라 결정 전망

다만, 코로나 19 발발 이후 약 1년반 동안 중단기적으로는 너무나 급하고 과격하게 달린 것도 사실이라 판단한다. 플랫폼 사업에 대한 전세계적인 밸류에이션 프리미엄 열풍은 한 동안 더 지속될 가능성도 있어 보이나, 시장의 색깔 변화에 따라 언제든지 Peak Out할 수 있는 가능성도 항상 염두에 두어야 한다. 더 안정적으로 길게 멀리 가려면 단기적으로 과열된 열기는 중간 중간 적절한 Cool down 과정도 필요하다고 판단한다.

본연구원은 동사 주가 단기 향방은 बैं크 및 페이 상장 후 주가 셋업 향방에 따라 결정될 것으로 보고 있다. 카카오 올해 상반기 주가 급등은 8월로 예정되어 있었던 페이 및 बैं크 IPO에 대한 기대감 선반영 부분이 컸다고 판단한다. 따라서, 카카오 주가는 बैं크 및 페이 주가가 상장 후 공모가 대비 크게 상승하는 등 열풍이 이어진다면 상승모멘텀이 더 이어지고, 공모가와 비슷한 수준 또는 그 보다 다소 높거나 낮은 수준으로 셋업된다면 단기로는 재료소진 측면의 숨고르기에 돌입할 가능성이 있다고 판단한다.

카카오뱅크, 카카오페이 희망공모가 Range는 상장 후 기준 각각 시총 15.7조원(156,783 억원) ~ 18.5조원(185,289억원) 및 8.2조원(82,131억원) ~ 12.5조원(125,152억원)인데 이는 당사 리서치센터의 양사에 대한 밸류에이션 가치(뱅크, 페이 각각 상장 전 주식수 기준 20조원, 15조원) 대비 각각 85%, 70% 정도 수준이나 공모가 기준으로는 적절한 수준이라 판단한다. 즉, बैं크, 페이 주가 모두 상장 후 확정 공모가 대비 상당수준 상승할 경우 당사 밸류에이션(상장 후 기준 환산)에 부합하거나 다소 초과할 수도 있다고 판단한다.

8월 बैं크, 페이 상장 후 연말에는 카카오페이증권 MTS 론칭 모멘텀 대기. 내년 이후 모빌리티, 엔터테인먼트, 카카오재팬 등 IPO도 순차 대기

혹여 8월 बैं크, 페이 상장 후 주가 셋업 향방에 따라 카카오 주가 단기 숨고르기에 돌입한다 해도 그 기간은 그리 길지 않을 가능성이 있다. 연말 카카오페이증권의 MTS 서비스 론칭이라는 또 하나의 강력한 모멘텀이 대기하고 있기 때문이다. 카카오페이증권의 MTS 서비스는 현행 카카오페이 서비스처럼 별도 앱 방식 서비스와 카카오톡 인앱 방식 서비스(카카오톡에서 MTS 앱 연결)를 동시에 구현할 가능성도 있다고 판단한다. 카카오 생태계를 활용한 증권 서비스가 시장에 어떤 반향을 불러일으킬지도 자못 궁금한 부분이다.

그리고, 카카오톡모빌리티, 카카오편터엔터테인먼트, 카카오재팬 등도 IPO 계획이 있거나 준비 중인데 내년 이후 하나씩 순차적으로(순서는 무관) IPO를 진행할 예정이다.

2Q21 영업실적 Preview

표1 2Q21 영업실적 Preview

(억원, %)	2Q20	1Q21	2Q21E(종전)	2Q21E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	9,529	12,580	13,250	13,501	41.7	7.3	1.9
플랫폼부문	4,927	6,688	7,343	7,442	51.0	11.3	1.3
특비즈	2,484	3,615	3,934	3,934	58.3	8.8	0.0
포털비즈	1,175	1,175	1,236	1,208	2.8	2.8	-2.3
신사업	1,268	1,898	2,173	2,300	81.4	21.2	5.9
콘텐츠부문	4,602	5,892	5,908	6,060	31.7	2.9	2.6
게임 콘텐츠	1,075	1,303	1,108	1,220	13.6	-6.3	10.1
뮤직 콘텐츠	1,510	1,568	1,596	1,596	5.7	1.8	0.0
유료 콘텐츠	1,190	1,747	1,974	2,026	70.3	16.0	2.7
IP비즈니스 기타	827	1,274	1,229	1,217	47.1	-4.5	-1.0
영업비용	8,551	11,004	11,613	11,785	37.8	7.1	1.5
인건비	2,165	2,929	2,827	2,827	30.5	-3.5	0.0
매출연동비	4,095	4,930	5,141	5,265	28.6	6.8	2.4
외주/인프라	1,066	1,445	1,625	1,640	53.8	13.5	0.9
마케팅비	385	672	994	1,013	162.7	50.6	1.9
상각비	616	792	819	819	32.9	3.5	0.0
기타	223	236	207	221	-1.0	-6.5	6.9
영업이익	978	1,575	1,637	1,716	75.6	9.0	4.8
영업이익률(%)	10.3	12.5	12.4	12.7	2.4%P ↑	0.2%P ↑	0.3%P ↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2Q21 영업실적 전망치 비교(컨센서스 및 당사 전망치 대비)

(억원, %)	2Q21E(당사 종전)	2Q21E(컨센서스)	2Q21E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	13,250	13,484	13,501	1.9	0.1
영업이익	1,637	1,792	1,716	4.8	-4.2
영업이익률(%)	12.4	13.3	12.7	0.3%P ↑	0.6%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

표3 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	13,501	16,393	17,936	18,387	19,541	20,498	21,970
플랫폼부문	4,418	4,927	5,544	6,570	6,688	7,442	8,197	9,478	9,395	10,251	10,860	12,144
특비즈	2,247	2,484	2,844	3,603	3,615	3,934	4,366	5,196	4,894	5,222	5,546	6,323
포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,227	1,175	1,208	1,220	1,238	1,188	1,219	1,230	1,247
신사업	1,005	1,268	1,488	1,740	1,898	2,300	2,611	3,044	3,312	3,809	4,083	4,573
콘텐츠부문	4,266	4,602	5,460	5,782	5,892	6,060	8,196	8,458	8,992	9,290	9,638	9,826
게임 콘텐츠	968	1,075	1,504	1,408	1,303	1,220	2,856	2,783	3,117	3,151	2,956	2,779
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	2,026	2,401	2,610	2,745	3,047	3,474	3,707
IP비즈니스 기타	819	827	915	1,187	1,274	1,217	1,311	1,423	1,505	1,442	1,529	1,648
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,855	11,004	11,785	13,701	15,472	15,301	16,478	17,300	19,170
인건비	1,987	2,165	2,393	2,655	2,929	2,827	3,155	3,549	3,627	3,881	4,211	4,590
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,916	4,930	5,265	6,344	7,031	7,116	7,504	7,830	8,524
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,445	1,640	1,732	2,104	2,072	2,300	2,415	2,862
마케팅비	299	385	763	875	672	1,013	1,377	1,614	1,269	1,524	1,517	1,780
상각비	587	616	668	782	792	819	854	895	919	948	982	1,022
기타	191	223	203	177	236	221	240	279	298	321	344	393
영업이익	882	978	1,202	1,497	1,575	1,716	2,692	2,464	3,086	3,063	3,198	2,799
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.7	16.4	13.7	16.8	15.7	15.6	12.7
순이익	799	1,452	1,437	-1,955	2,399	1,568	2,221	1,934	2,400	2,332	2,522	2,210
순이익률(%)	9.2	15.2	13.1	-15.8	19.1	11.6	13.5	10.8	13.1	11.9	12.3	10.1
순이익(지배주주)	775	1,398	1,275	-1,891	2,245	1,464	2,010	1,780	2,220	2,169	2,353	2,049
순이익 대비 비중(%)	96.9	96.2	88.7	96.7	93.6	93.4	90.5	92.0	92.5	93.0	93.3	92.7
qoq(%)												
매출액	2.5	9.7	15.5	12.2	1.8	7.3	21.4	9.4	2.5	6.3	4.9	7.2
영업이익	10.8	10.8	23.0	24.5	5.3	9.0	56.9	-8.5	25.2	-0.8	4.4	-12.5
순이익	흑전	80.4	-8.8	적전	흑전	-34.8	37.3	-11.4	24.7	-2.3	8.5	-12.9
yoy(%)												
매출액	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	41.7	49.0	45.2	46.2	44.7	25.0	22.5
영업이익	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	75.6	124.0	64.7	95.9	78.4	18.8	13.6
순이익	181.6	260.4	128.9	적지	189.9	4.8	57.6	흑전	-1.1	48.1	17.1	15.1
종전 대비 변경률(%)												
매출액						1.9	7.5	3.8	3.5	7.4	7.3	6.7
영업이익						4.8	19.9	5.0	-2.0	10.9	10.3	8.6
순이익						1.4	11.1	-0.7	-3.4	6.3	6.9	2.4

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 카카오 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	30,701	41,568	60,410	80,395	96,796
플랫폼부문	14,347	21,459	31,805	42,649	52,404
특비즈	6,498	11,178	17,111	21,986	26,236
포털비즈	5,236	4,779	4,840	4,885	4,847
신사업	2,613	5,501	9,854	15,778	21,321
콘텐츠부문	16,354	20,109	28,605	37,746	44,392
게임 콘텐츠	3,974	4,955	8,161	12,004	13,194
뮤직 콘텐츠	5,866	6,126	6,436	6,644	6,846
유료 콘텐츠	2,972	5,280	8,783	12,974	17,345
IP비즈니스 기타	3,541	3,748	5,225	6,124	7,008
영업비용	28,633	37,010	51,961	68,249	81,766
인건비	7,015	9,199	12,459	16,308	19,175
매출연동비	13,680	17,464	23,571	30,974	36,546
외주/인프라	3,601	4,577	6,920	9,651	12,855
마케팅비	1,512	2,323	4,676	6,089	6,965
상각비	2,206	2,653	3,359	3,871	4,369
기타	618	793	976	1,356	1,856
영업이익	2,068	4,559	8,449	12,146	15,030
영업이익률(%)	6.7	11.0	14.0	15.1	15.5
순이익	-3,419	1,734	8,121	9,463	11,492
순이익률(%)	-11.1	4.2	13.4	11.8	11.9
순이익(지배주주)	-3,010	1,556	7,499	8,790	10,622
순이익 대비 비중(%)	88.0	89.8	92.3	92.9	92.4
EPS	-793	392	1,829	2,132	2,589
지배주주 EPS	-698	352	1,689	1,980	2,393
yoy(%)					
매출액	27.0	35.4	45.3	33.1	20.4
영업이익	183.5	120.4	85.3	43.8	23.7
순이익	적전	흑전	381.9	17.2	20.8
EPS	적전	흑전	381.9	17.2	20.8
종전 대비 변경률(%)					
매출액			3.5	6.3	7.7
영업이익			8.3	6.7	7.7
순이익			2.9	2.9	2.8
EPS			2.9	2.9	2.8

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 중대형물 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%) (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 8월 IPO 예정 희망공모가 Range는 상장 후 기준 시총 82,131억원 ~ 125,152억원 (상장 후 동사 지분율은 55.0%에서 47.8%로 감소)	2019년 7월 한화생명보험, 너브 편당 시 7,350억원 (2019년 거래액 6.0조원 x Multiple 0.12배)
당사 시물레이션 평가가치 (전체가치 기준)		14.175조원 (2021E 거래액 40.5조원 x Multiple 0.35배)	17.2493조원 (2021E 거래액 100조원 x Multiple 0.17배) 15.00조원(상장 전 기준) → 17.25조원(상장 후 기준)	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 9.923조원	카카오 가치 기여 8.250조원	NHN 가치 기여 0.616조원

▶ 가장 최근 편당 레퍼런스 Valuation 현황

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

▶ 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 시너지지를 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 50% 이상) 감안하여 거래액 대비 적용 Multiple은 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 Multiple도 가장 낮은 수준 적용

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 카카오커머스 Valuation

(억원, 배, %)	2020년 거래액	적용 Multiple	시가총액
쿠팡	210,000	3.99	837,755
NAVER 커머스 부문	280,000	0.84	234,572
쿠팡 대비 Discount Rate		79.0%	
카카오커머스	56,370	1.33	75,127
쿠팡 대비 Discount Rate		66.6%	

주: 쿠팡 시가총액은 21.06.29 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	45.58%			54,473	24,829	자체 TP 기준 시총 적용
카카오 엔터테 인먼트	68.71%	카카오페이지, 카카오엠 합병 전: 카카오페이지: IPO 주가사 평가가치는 4~5조원, 시장 잠재 평가가치 5조원 / 당사 자체 평가가치는 시장 평가가치를 70% 할증한 8.5조원 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 카카오페이지, 카카오엠 합병 후: 동사 종전 지분율은 카카오페이지 63.52%, 카카오엠 77.31% / 합병비율은 카카오페이지 : 카카오엠 = 1 : 1.3102584이므로 합병 후 카카오엔터테인먼트에 대한 동사 지분율은 68.71% / 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 11.4471조원(지분율 68.71%) / 최근 카카오엔터테인먼트 뉴욕시장 상장 시 공모가 기준 20조원 평가 가능하다는 언론보도(사측에서도 상장은 한국시장에만 국한하지 않는다는 입장) 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 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)		166,600	114,471	자체평가는 각각 시장 평가 가치 대비 70% 할증한 카카오페이지, 카카오엠 가치 합산액에 대해 40% 추가 할증(합병 후 시너지 감안)

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%	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 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 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 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 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 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		153,000	140,821	픽코마 자체평가는 카카오페이지 자체평가의 180% 적용

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	63.41%	2017년 6월 TPG(Texas Pacific Group)가 지분 30.7%에 5,000억원 투자. 이는 전체가치 환산 시 16,287억원 2021년 3월 칼라일 펀드로부터 지분 6.69%에 2,199억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.29조원 정도 2021년 4월 구글로부터 지분 1.69%에 565억원 투자 유치. 이는 전체가치 환산 시 3.35조원 정도 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 택시(티블루, 티벤티) 잠재력 감안 시 2017년 6월 펀딩 시에 비해 지금은 가치 대폭 제고, 7조원 이상 가능 판단		93,800	59,479	자체평가는 최근 시장 펀딩 레퍼런스 가치 대비 2.8배 할증
카카오 페이	55.00% → 47.83%	상장 전 기준 15.0조원 평가 → 상장 후 기준 17.2조원 (2021E 거래액 100조원) x (Multiple 0.15배 → 0.17배) (희망공모가 Range는 상장 후 기준 시총 8.21조원 ~ 12.52조원) (상장 후 기준 당사 시뮬레이션 평가액 17.25조원은 희망공모가 Range 상단 기준 시총 12.52조원 대비 37.8%의 프리미엄 수준. 플랫폼 업체의 상장 후 주가 탄성 감안 시 적정 수준 판단)		150,000 → 172,493	82,500 → 82,500	자체평가 17.25조원
카카오 뱅크	31.62% → 27.26%	상장 전 기준 가치 시뮬레이션: 네이버페이 산정 가치 13.3조원은 2021E 거래액 X Multiple 0.34배. 카카오뱅크는 네이버페이 적용 Multiple 대비 100% 프리미엄 적용. 21E 거래액(수신액) 30조원 X 0.67배 = 20.21조원 (당사 금융 담당 연구원의 카카오뱅크 밸류 시뮬레이션 준용) 상장 전 기준 20.21조원 평가 → 상장 후 기준 23.44조원 평가 (희망공모가 Range는 상장 후 기준 시총 15.68조원 ~ 18.53조원) (상장 후 기준 당사 시뮬레이션 평가액 23.44조원은 희망공모가 Range 상단 기준 시총 18.53조원 대비 26.5%의 프리미엄 수준. 플랫폼 업체의 상장 후 주가 탄성 감안 시 적정 수준 판단)		202,138 → 234,434	63,917 → 63,917	자체평가 23.44조원
카카오 커머스	99.65%	쿠팡 시총 74.6조원은 2020년 거래액 21조원 대비 Multiple 3.55배 2020년 거래액 대비 Multiple은 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 우위였다는 점을 감안하여 쿠팡 대비 Multiple DC는 네이버 커머스 부문보다 카카오커머스를 더 작게 적용) → 카카오커머스 자체 평가가치는 2020년 거래액 5.6조원에 쿠팡 대비 62.5% 할인한 1.33배를 적용한 7.51조원으로 평가함		75,127	74,864	자체평가 7.51조원 (2020년 거래액 5.6조원 X Multiple 1.33배)

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 카카오 SOTP Valuation

(억원, 원, 배)	2022 지배주주 EPS (원)	적용 PER (배)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)
카카오 가치	1,980	91.9	182,000	807,952
조정이익 가치	1,713	32.5	55,655	247,071
카카오게임즈 가치				24,829
카카오엔터테인먼트 가치				114,471
픽코마 가치				140,821
카카오 모빌리티 가치				59,479
카카오페이 가치				82,500
카카오뱅크 가치				63,917
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

표11 카카오 목표주가 변동

구분	2022 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	1,924	94.6	182,000	807,952
신규	1,980	91.9	182,000	807,952
변경률(%)	2.9	-2.8	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

카카오뱅크, 카카오페이 IPO 관련

표12 카카오뱅크, 카카오페이 IPO Detail 정리

카카오뱅크			카카오페이		
상장 전			상장 전		
자본금(억원)		20,483	자본금(억원)		567
액면가(원)		5,000	액면가(원)		500
주식수(주)		409,650,237	주식수(주)		113,367,125
주주구성(주, %)			주주구성(주, %)		
카카오	129,533,725	31.62%	카카오	62,351,920	55.00%
한국투자밸류자산운용	110,484,081	26.97%	Alipay Singapore Holdings	51,015,205	45.00%
국민은행	38,097,959	9.30%	기타	0	0.00%
기타	131,534,472	32.11%	합계	113,367,125	100.00%
합계	409,650,237	100.00%			
공모 개요			공모 개요		
공모 물량(주)		65,450,000	공모 물량(주)		17,000,000
신주 발행		65,450,000	신주 발행		17,000,000
구주 매출		0	구주 매출		0
희망공모가 Range(원)			희망공모가 Range(원)		
Low		33,000	Low		63,000
High		39,000	High		96,000
공모 일정			공모 일정		
수요예측 공고		7/20	수요예측 공고		7/29
IR		7/09 ~ 7/21	IR		7/21 ~ 7/28
수요예측			수요예측		
국내		7/20 ~ 7/21	국내		7/29 ~ 7/30
해외		7/09 ~ 7/21	해외		7/21 ~ 7/30
공모가액 확정		7/22	공모가액 확정		8/02
상장일(예상)		8월초 ~ 8월 중순	상장일(예상)		8월 초중순 ~ 8월 중하순
상장 후			상장 후		
자본금(억원)		23,755	자본금(억원)		6,518
액면가(원)		5,000	액면가(원)		5,000
주식수(주)		475,100,237	주식수(주)		130,367,125
주주구성(주, %)			주주구성(주, %)		
카카오	129,533,725	27.26%	카카오	62,351,920	47.83%
한국투자밸류자산운용	110,484,081	23.25%	Alipay Singapore Holdings	51,015,205	39.13%
국민은행	38,097,959	8.02%	기타	17,000,000	13.04%
기타	196,984,472	41.46%	합계	130,367,125	100.00%
합계	475,100,237	100.00%			
희망공모가 Range 시가총액(억원)			희망공모가 Range 시가총액(억원)		
Low		156,783	Low		82,131
High		185,289	High		125,152

자료: 금감원 증권신고서, 이베스트투자증권 리서치센터

카카오 (035720)

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동/비유동자산	87,373	114,503	130,027	148,096	166,094
현금및현금성자산	19,182	28,775	37,391	47,736	58,295
유무형자산/투자자산	54,737	64,239	65,388	66,647	68,023
기타	13,454	21,489	27,249	33,713	39,777
금융업자산	0	5,037	5,631	6,211	6,772
현금및현금성자산	0	168	192	217	242
유무형자산	0	419	469	519	569
기타	0	4,450	4,970	5,475	5,961
자산총계	87,373	119,540	135,658	154,307	172,866
유동/비유동부채	29,971	40,957	48,242	57,022	63,703
매입채무및기타채무	5,786	8,360	11,012	13,563	15,499
단기이자지급성부채	4,486	1,884	0	0	0
장기이자지급성부채	723	4,098	4,098	4,098	4,098
기타	18,977	26,615	33,132	39,361	44,106
금융업부채	0	4,306	4,803	5,285	5,747
예수부채	0	3,778	4,213	4,634	5,038
기타	0	527	590	651	709
부채총계	29,971	45,262	53,045	62,307	69,450
지배주주지분	52,254	62,989	71,326	80,712	92,128
자본금	432	443	443	443	443
자본잉여금및기타	50,340	59,383	59,675	59,675	59,675
이익잉여금	1,482	3,163	11,208	20,594	32,010
비지배주주지분	5,148	11,288	11,288	11,288	11,288
자본총계	57,401	74,277	82,614	92,001	103,416

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	7,527	9,711	18,678	20,126	21,069
영업 창출 현금	8,311	10,250	21,509	23,837	25,695
당기순이익	-3,419	1,734	8,121	9,463	11,492
조정사항	8,022	6,683	8,479	9,753	10,692
상각비	2,206	2,653	3,359	3,871	4,369
법인세비용	1,077	2,409	2,832	3,730	4,663
이자비용	128	189	361	431	501
이자수익	-317	-235	-213	-254	-295
기타	4,928	1,666	2,140	1,975	1,454
자산, 부채 증감	3,708	1,833	4,908	4,621	3,511
법인세, 이자, 배당금	-785	-539	-2,831	-3,712	-4,626
투자활동 현금	-4,142	-12,607	-8,317	-9,626	-10,357
유동금융자산 증감	3,274	-4,718	-3,134	-3,760	-3,837
유무형자산 증감	-1,546	-2,495	-3,026	-3,559	-4,080
투자/기타자산 증감	-5,870	-5,395	-2,157	-2,307	-2,441
재무활동 현금	3,222	13,054	-1,721	-129	-129
차입금/사채 증감	-1,343	4,238	-1,884	0	0
자기주식/유상증자	3,310	793	292	0	0
현금배당	-103	-104	-129	-129	-129
기타	1,357	8,126	0	0	0
총현금흐름	6,607	10,158	8,640	10,371	10,583
기초 현금/현금성자산	12,470	19,182	28,943	37,583	47,953
외화 현금 환율변동	105	-397	0	0	0
기말 현금/현금성자산	19,182	28,943	37,583	47,953	58,537

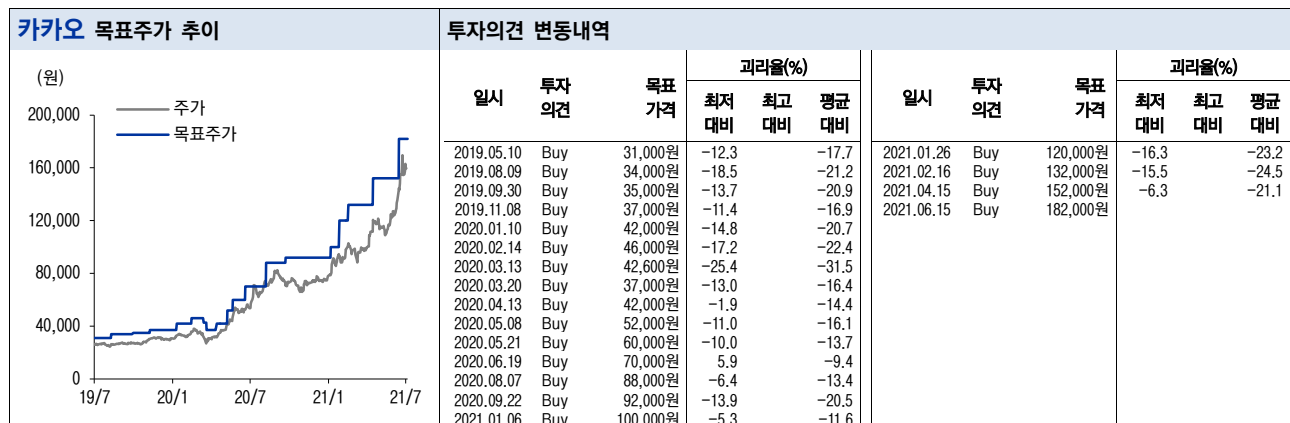
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	30,701	41,568	60,410	80,395	96,796
영업비용	28,633	37,010	51,961	68,249	81,766
영업이익	2,068	4,559	8,449	12,146	15,030
EBITDA	4,256	7,184	11,808	16,017	19,399
영업외손익	-4,410	-416	2,504	1,047	1,125
기타수익	738	3,524	1,221	934	962
기타비용	5,214	5,461	494	694	720
금융수익	704	2,161	1,392	1,259	1,402
금융비용	440	727	2,344	1,962	2,073
지분법손익	-198	87	2,728	1,510	1,555
세전이익	-2,343	4,143	10,953	13,194	16,155
법인세비용	1,077	2,409	2,832	3,730	4,663
계속사업이익	-3,419	1,734	8,121	9,463	11,492
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,419	1,734	8,121	9,463	11,492
지배주주순이익	-3,010	1,556	7,499	8,790	10,622
총포괄이익	-3,461	3,336	10,152	11,829	14,365
Profitability(%)					
영업이익률	6.7	11.0	14.0	15.1	15.5
EBITDA Margin	13.9	17.3	19.5	19.9	20.0
당기순이익률	-11.1	4.2	13.4	11.8	11.9
ROA	-4.1	1.7	6.4	6.5	7.0
ROE	-6.0	2.6	10.4	10.8	11.8
ROIC	4.6	4.3	7.7	9.7	10.6

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	N/A	198.8	87.2	74.8	61.6
P/B	2.3	4.6	8.6	7.7	6.8
EV/EBITDA	26.6	43.3	56.0	40.4	32.6
P/CF	N/A	43.8	51.4	45.7	40.3
Per Share Data (원)					
EPS	-793	392	1,829	2,132	2,589
BPS	13,316	16,785	18,610	20,724	23,296
CPS	886	1,780	3,102	3,492	3,955
DPS	24	29	29	29	29
Growth (%)					
매출액	27.0	35.4	45.3	33.1	20.4
영업이익	183.5	120.4	85.3	43.8	23.7
EPS	적전	흑전	367.0	16.5	21.4
총자산	9.8	36.8	13.5	13.7	12.0
자기자본	2.0	29.4	11.2	11.4	12.4
Stability (%배,억원)					
부채비율	52.2	60.9	64.2	67.7	67.2
유동비율	116.3	152.3	162.1	168.4	179.2
자기자본비율	2.0	29.4	11.2	11.4	12.4
영업이익/금융비용(x)	16.1	24.1	23.4	28.2	30.0
이자보상배율(x)	-17.3	22.9	31.3	31.6	33.2
총차입금	5,209	5,982	4,098	4,098	4,098
순차입금	-19,071	-33,696	-47,382	-61,542	-75,991



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 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 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	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)