

플랫폼사들의 유통 장악력 더욱 단단해지다

쿠팡, 네이버, 카카오의 커머스 사업, 모두 다르다

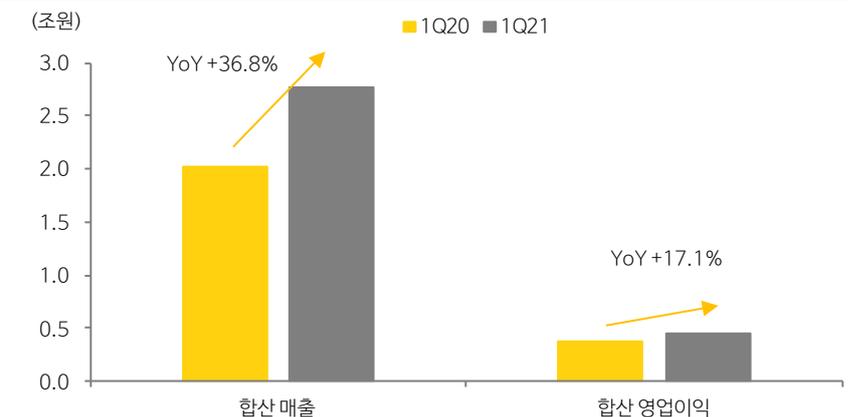
이커머스 사업자에 대한 가치 재평가가 활발하다. 쿠팡이 글로벌 플랫폼/클라우드 기업들보다도 높게 평가받으며 성장했다. 조달 자금 5조 원은 2020년 네이버쇼핑 거래액의 18%, 이마트가 작년 한해 벌어들인 이익의 20년간 누적액과 유사하다. 투자자들은 한국만이 지닌 독특한 시장 환경에 쿠팡의 빠른배송 통한 트래픽 확대 전략이 부합, 플랫폼 기업으로 성장 가능성을 높게 평가했다. 한국은 단일민족 구성, 높은 인구밀도, 고객간 소비특성이 유사하다. 이커머스 소매시장 침투율은 48%에 다다르지만 압도적 시장 점유율 사업자는 아직까지 없다.

네이버쇼핑과 쿠팡 모두 유통/커머스 사업영위는 이윤을 남기는 것이 주 목적이 아니라는 것이 중요하다. 어떠한 사업으로 시작되었냐의 차이일 뿐 확보하게 되는 트래픽 규모가 향후 플랫폼 기업으로써 발휘할 시장 영향력을 판가름한다. 네이버는 검색, 가격비교 서비스로 트래픽 확보, 마켓플레이스에 셀러와 소비자를 집객했다. 광고사업에서 안정적 이익이 발생하고 있어 네이버쇼핑 마진개선은 우선순위가 아니다. 쿠팡은 배송 경쟁력 기반 트래픽 확대 중이다. 카카오키커머스는 상대적으로 독특한 모델이다. 25% 이상 수익성을 나타낸다. 불특정 다수 대상 최저가 제시, 배송품질 제고 통한 점유율 확대가 아닌 관계 중심 특화 커머스다. 메이커스(주문제작), 톨스토어(오픈마켓/공동구매)를 통한 판매도 이루어지고 있다.

1Q21 Pre.: 광고 비수기에도 불구하고, 양사 모두 무난한 실적 달성 전망

국내 플랫폼 2개사의 1분기 합산 영업수익과 영업이익은 각각 전년동기비 36.8%, 17.1% 증가할 것으로 전망한다. 1분기는 전통적인 광고시장 비수기이나 양사 모두 전년도 신규출시 광고상품의 매출이 완만하게 증가하고 있어 긍정적이다. 20년 하반기 플랫폼 업체들의 주가 리레이팅되며 이에 따른 주식옵션가치 재평가, 주식상여 지급으로 비용은 소폭 증가할 것으로 전망한다. 네이버 쇼핑거래액증가율은 셀러와 소비자 양방향 편의성 개선 효과로 시장성장률을 상회하고 있다. 카카오키커머스는 독보적 비즈니스 모델을 구축, 배송상품 중심 선물하기 서비스와 차별화된 쇼핑 경험을 제공하는 공동구매 서비스 톨스토어 성장이 전체 커머스 거래액의 증가를 이끌 전망이다.

NAVER와 카카오 1Q21 예상 합산 실적 전망



출처: NAVER, 카카오, Kakaopay Securities Research

Industry In-depth			
Overweight			
종목명	투자의견	목표주가	Upside
NAVER	BUY	500,000원(상향)	29.2%
카카오	BUY	560,000원(상향)	13.8%

인터넷/유통/화장품
Analyst 허제나
jena.h@kakaopaysec.com
02) 6099-8504

Contents

1. 국내 이커머스 시장 격변기, 플랫폼별 가치는 모두 다르다	3
1) 쿠팡, 유통으로 시작된 유망한 플랫폼 기업	3
2) 네이버쇼핑 & 쿠팡의 유통사업, 이윤창출 아닌 트래픽 확보가 주 목적	5
3) 네이버쇼핑의 성장 여력은 여전히 무궁무진: 신세계그룹과의 시너지 효과 분석	6
4) 거래액 20조원의 이베이코리아, 오픈마켓 만으로 유인이 낮다	8
5) 독보적 수익성을 시험하는 카카오커머스 비즈니스 모델	9
2. 1Q21 Preview: 광고 비수기에도 불구하고, 양사 모두 무난한 실적 달성 전망	10
NAVER(BUY/TP 50만원) 시장 강자의 정교해진 생태계 강화 전략	11
카카오(BUY/TP 56만원) 무난할 1분기, 기대되는 하반기	17

1. 국내 이커머스 시장 격변기, 플랫폼별 가치는 모두 다르다

1) 쿠팡, 유통으로 시작된 유망한 플랫폼 기업

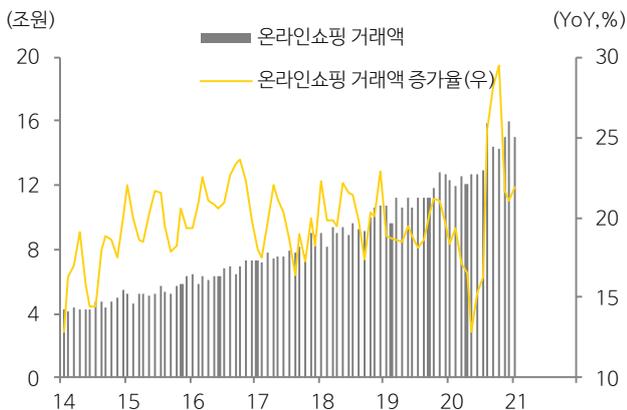
쿠팡의 상장 조달 자금은
20년 네이버쇼핑 거래액의 18%,
이마트가 벌어들인 영업이익의
20년간 누적액과 유사한 규모

쿠팡은 미국 상장을 통해 약 5조원 규모 자금 조달에 성공했다. 조달 자금 5조 원은 2020년 네이버쇼핑 거래액의 18%, 이마트가 작년 한해 벌어들인 이익의 20년간 누적액과 유사하다.

상장 첫날 주가는 40.7% 급등 후 조정기 접어들었으나 PSR 5.4배에 달했던 밸류에이션은 글로벌 플랫폼이자 클라우드 기업으로 자리잡은 아마존, 알리바바, 구글과 비교해도 월등히 높았다. 투자자들은 한국 시장만이 지닌 독특한 시장 환경에 쿠팡의 빠른 배송 사업모델이 적합, 이를 통해 확보하게 될 트래픽은 플랫폼 기업으로서 성장 가능성을 높게 평가한 동인이다. 한국은 단일민족 구성 국가로 인구밀도가 높다. 고객간 소비특성도 유사하다. 온라인 소매시장 침투율은 48%에 다다르지만 압도적 시장점유율을 지닌 사업자가 없다. 소비자를 락인시킬 강력한 경쟁력만 있다면 성장 가능성이 높은 시장이다.

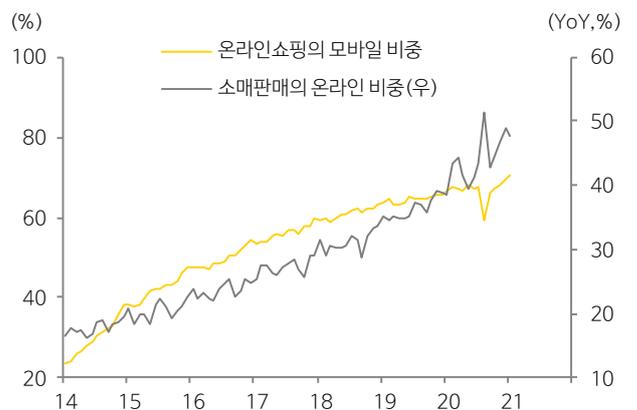
쿠팡은 빠른 배송, 최저가격을 내세워 공격적으로 회원수 확대, 거래액을 증가시켰다. 높은 직매입 비중, 배송인력 직접고용, 자가 물류센터 보유 등으로 전체 판관비내 고정비 비중이 높은 것은 부담이지만 매입 경쟁력 제고되며 손실 폭 축소가 나타나고 있다. 쿠팡의 중장기 사업 방향성은 유통업 아닌 플랫폼 산업이다. 트래픽만 갖추어지면 진출할 수 있는 사업영역은 무궁무진하다. 당장 몇 년간 유통사업 손실을 감수해서 확보하게 되는 트래픽, 이를 기반으로 고부가가치 산업에 진출, 벌어들이게 될 수익은 성장에 대한 기대감을 불러일으키기 충분하다.

Exhibit 1. 국내 온라인쇼핑 거래액 증가율 추이



출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. 국내 소매시장 온라인 침투율 추이



출처: 통계청, Kakaopay Securities Research

쿠팡은 상장 조달자금을
물류센터 증설 및 배송인력 확충,
신사업 투자 등에 활용 예정

쿠팡은 상장 조달자금을 물류센터 증설 및 배송인력 확충, 신사업 투자 등에 활용할 것으로 발표했다.

1) **로켓배송/로켓제휴 확대(물류센터 및 배송인력 확충)**: 로켓배송은 직매입, 로켓제휴는 입점 셀러의 상품을 대상으로 이루어지는 배송 서비스다. 직매입 비중확대는 쿠팡의 재고부담을 높인다. 입점셀러들의 판매량을 높이는 것이 마진개선 효율이 높다. 그러기 위해선 배송품질을 제고시켜야 하며 이를 위한 물류센터 추가 확충이 필요하다. 쿠팡의 익일배송 서비스는 고객 락인효과가 강하다. 쿠팡이 발표한 자료에 따르면, 2016년 첫 쿠팡 이용 고객은 차년 1.37배, 2020년 3.59배 소비액을 늘렸다. 2017년 첫 진입 고객은 각각 1.98배, 3.06배 더 소비했다. 쿠팡은 2025년까지 30개 도시에 150개 이상 물류센터를 보유, 국민 70% 이상이 쿠팡 물류센터 11km 이내에 살게 될 것이라고 밝혔다.

- 쿠팡 로켓직구: 쿠팡은 글로벌 로켓직구 서비스도 확대하고 있다. 미국, 중국에서 매입한 상품을 국내 소비자에게 직접 판매하기 때문에 해외 배송거점 또한 확충이 필요하다. 건강식품, 뷰티, 가전제품에 이르기까지 약 570만 개 이상 상품을 판매하며 로켓직구 주문은 3~4일 이내 상품이 배송, 멤버십 고객은 무료배송 서비스를 이용할 수 있다.

- 쿠팡의 물류/배송 알고리즘: 쿠팡의 개발인원은 약 2천여 명에 이르는데 전체 직원의 40% 수준이다. 쿠팡이 쌓아온 빅데이터, 인공지능 기술은 자체 알고리즘 개발에 활용, 물류센터와 배송에 적용된다. 예를 들어, 주문과 상품의 입출고 빈도수를 측정해 물류창고 곳곳에 상품을 분산 보관하는 방식이다(창고형 마트는 품목별 물품 구역 단위 정리). 로켓배송 품목이 수백가지가 넘는만큼 창고내 상품 운반시간 단축이 중요한 부분이다. 쿠팡, 쿠팡플렉스에게 배정되는 배송량, 최적 이동경로 측정 또한 자체개발 시스템을 통해 산출, 활용되고 있다.

2) **신사업 투자(콘텐츠/배달/라이브커머스 등)**: 공격적인 트래픽 확대 이후 쿠팡은 플랫폼 사업자로서 이를 활용할 고부가가치 사업 진출 가능성이 높다. 광고사업 뿐만 아니라 동영상 스트리밍 서비스 쿠팡플레이를 통한 콘텐츠 사업 확대가 예상된다. 최근 쿠팡플레이를 통해 스포츠경기중계권을 획득했고 콘텐츠 자체제작 가능성도 열려있다. 쿠팡이츠는 ‘한 번에 한 집 배달’ 슬로건을 내세우며 배달시장 점유율을 빠르게 확장 하고 있다.

2) 네이버쇼핑 & 쿠팡의 유통업, 이윤창출 아닌 트래픽 확보가 주 목적

쿠팡은 빠른 배송을 앞세워
온라인 유통사업을 확장,
트래픽을 바탕으로
고수익 사업 발판 마련할 가능성

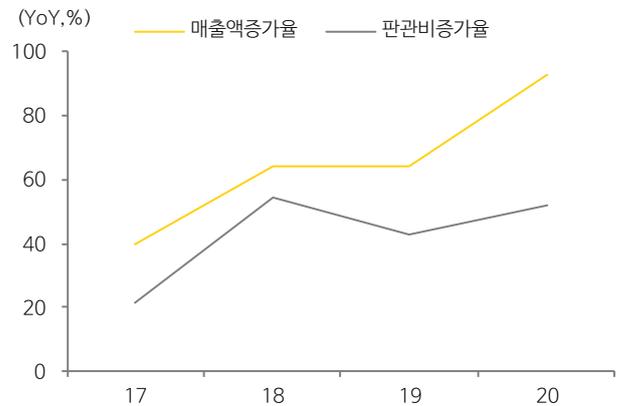
네이버쇼핑과 쿠팡은 모두 유통업을 통한 이윤창출이 목적이 아니라는 점에 주목해야 한다. 먼저 시작한 사업이 무엇이냐의 차이일뿐 두 업체 모두 플랫폼 사업자로서 트래픽 확보가 가장 중요하다. 네이버는 가격비교, 검색사업을 통해 확보한 트래픽 기반 마켓플레이스 형성, 셀러와 소비자를 집객했다. 이미 광고사업에서 안정적인 이익을 창출해내고 있어 3~5% 사이의 플랫폼수수료를 수취, 5% 이상 페이포인트를 적립해주고도 BEP 수준을 유지하며 안정적으로 사업이 유지된다. 쿠팡은 빠른 배송을 앞세워 온라인 유통사업을 빠르게 확장, 확보된 트래픽을 바탕으로 광고, 콘텐츠 등 고수익 사업발판을 마련할 가능성이 높다. 유통업은 규모의 경계가 전제되어야만 수익성이 확보되나 온라인 채널은 사업자간 가격경쟁 유발, 유통 마진축소가 불가피해 이윤 창출 한계가 있다. 대량매입 통해 단가를 낮추고 최저 재고수준 유지가 필요하나 품목 수를 일정 규모 이상 갖추어 놓지 않으면 트래픽 확보가 어렵다. 온라인 상품 차별성이 낮아지다 보니 배송서비스 경쟁력이 부각되고 있다. 쿠팡의 자체 물류센터, 배송인력 직접고용은 일관된 품질의 배송서비스를 가능하게 하나 대규모 자본지출이 선행된다. 쿠팡이 빠르게 온라인시장 점유율을 확대했음에도 불구하고, 매출총이익률 15% 내외에 불과한 이유다.

Exhibit 3. 쿠팡 매출총이익률 추이



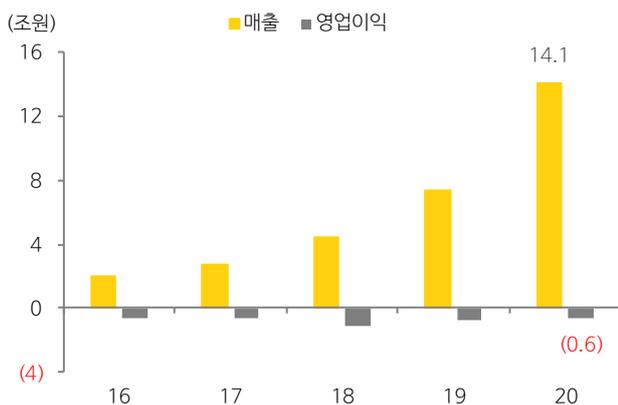
출처: SEC, Kakaopay Securities Research

Exhibit 4. 쿠팡 매출증가율 대비 판관비증가율 추이



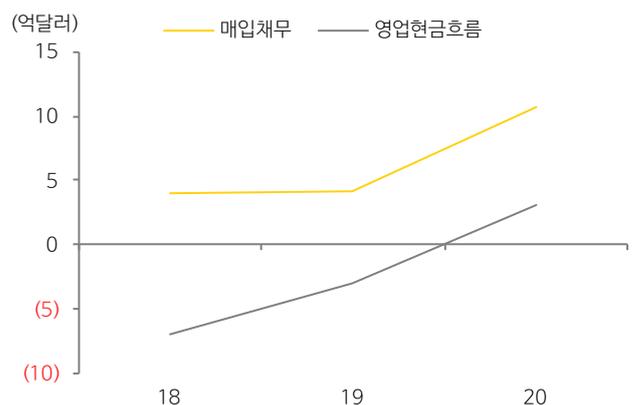
출처: SEC, Kakaopay Securities Research

Exhibit 5. 쿠팡 연간 실적 추이



출처: SEC, Kakaopay Securities Research

Exhibit 6. 쿠팡 매입채무 및 영업현금흐름 추이



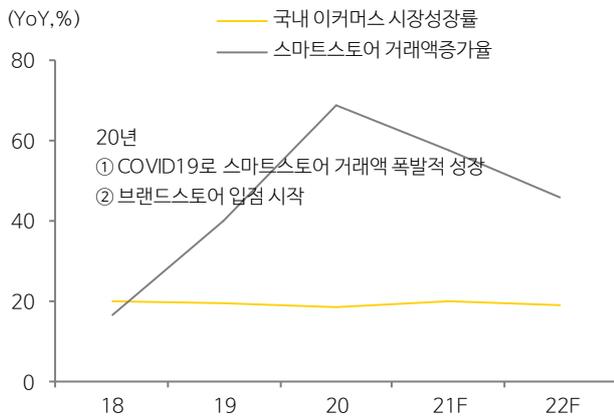
출처: SEC, Kakaopay Securities Research

3) 네이버쇼핑의 성장 여력은 여전히 무궁무진하다

브랜드스토어,
외부 기업과의 제휴가
네이버쇼핑 성장에 힘을 더할 것

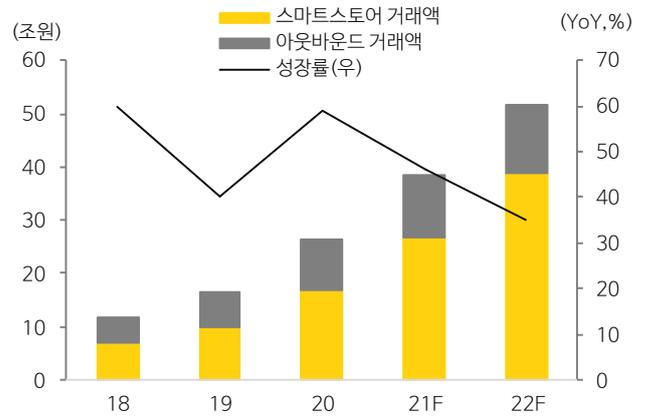
2020년까지 네이버쇼핑의 거래액 증가는 대부분 스마트스토어를 비롯한 내부몰의 성장이 이끌었다. 2021년부터는 이마트, 신세계인터내셔널을 비롯한 유통 대기업과의 협업을 통해 거래볼륨 확대, 평균 판매단가가 높은 브랜드스토어들의 공격적인 입점과 쇼핑라이브를 활용한 판매액 증가가 전체 네이버쇼핑의 성장에 힘을 더할 수 있을 것으로 전망한다.

Exhibit 7. 이커머스 시장성장률 및 스마트스토어 거래액증가율 비교



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 8. 네이버쇼핑 거래액 증가율 추이



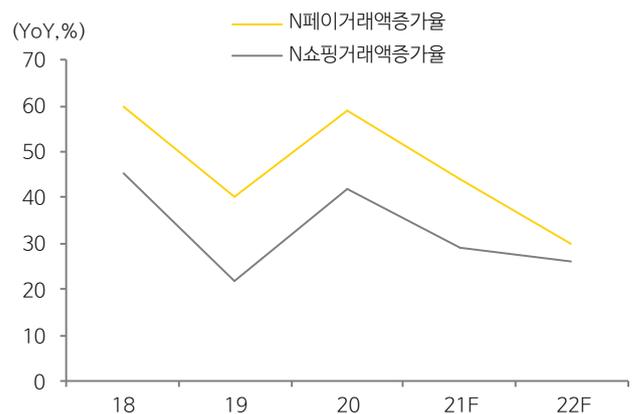
출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 9. 네이버페이 월 활성사용자 수 추이



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 10. 네이버 페이거래액 증가율 및 쇼핑거래액 증가율 비교



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

네이버 측면 효용:

- ① 거래액 볼륨 증가,
- ② 카테고리 강화,
- ③ 간편결제 MS 확대

3/17일 네이버는 보유 자사주를 활용한 이마트 지분 1천5백억원, 신세계인터내셔널 지분 1천억원 규모 취득을 공시했다. 최근 물류센터 Capa 확대를 통해 공격적으로 이커머스 시장점유율을 확대해나가는 쿠팡에 대한 대응 방안이자 신세계그룹과의 협업을 통해 각 산업 영향력을 강화하기 위한 전략이다. 협력을 통한 효과는 다음과 같다.

- 네이버 측면 효용: ①거래액 볼륨 증가, ②카테고리 강화, ③간편결제 MS 확대

1)이마트 협업: 거래액 증가 + 신선식품 강화 + 오프라인 페이 확대 + 물류센터 활용

첫째, 거래액 볼륨 증가에 따른 플랫폼수수료 매출확대가 예상된다. 2020년 쓱닷컴은 3조 9,236억원 거래액 규모를 시현했다(YoY +37%). 전국 오프라인 점포망을 거점으로 근거리 배송 효율성 제고, 신선식품 품질 경쟁력 강화를 통해 빠르게 성장 중이다. 이는 2020년 네이버쇼핑 거래액 28조원(YoY +44%)의 약 14% 규모로 네이버장보기에 입점시 네이버쇼핑 거래액의 10% 이상 확대 효과가 예상된다. 이는 네이버의 플랫폼수수료 증가를 가져올 것이며 카테고리 경쟁력이 약했던 식품 영역을 보완하는 계기가 될 것이다.

둘째, 오프라인 페이 활용 영역 확대 통한 쇼핑 생태계 강화 효과가 예상된다. 네이버는 이마트 오프라인 점포에서도 네이버페이 포인트를 활용할 수 있는 방안을 구상 중이라고 밝혔다. 2020년 전국 141개 이마트 오프라인 점포에서 발생한 매출은 약 11.2조 원(YoY +1.7%)으로 이 중 5%가 네이버페이 포인트를 활용해 결제된다면 약 5천6백억 원 규모 페이적립금 소진 효과를 기대할 수 있다. 이는 2020년 페이거래액의 약 2%에 해당하는 수치로 이마트 점포에서의 네이버페이 결제가 가능해질 경우 간편결제 시장점유율 또한 확대되는 계기가 될 것이다.

셋째, 쓱닷컴 물류센터를 활용한 네이버 스마트스토어 사업자의 배송경쟁력 제고다. 이마트는 용인, 김포에 네오센터를 보유하고 있다. 이를 네이버 스마트스토어 셀러들이 활용할 수 있다. 네오센터는 온라인으로 들어온 주문을 즉시 배송 가능한데 일 배송 Capa는 약 7.9만 건이다. Capa 가동률이 높은 수준으로 네이버쇼핑과 협력 위해선 증설이 선행되어야 할 것으로 판단한다.(2025년 일 배송 36만 건 확대 계획).

2)신세계인터내셔널 협업: 거래액 증가 + 명품 카테고리 강화

신세계그룹이 유통하던 명품 브랜드를 네이버쇼핑에 입점, 판매하며 평균 단가가 높은 상품 판매를 통한 거래 규모 확대가 가능하다. 네이버쇼핑은 자사 플랫폼내 발생하는 거래액의 평균 3%를 수수료로 수취하기 때문에 전체 거래볼륨이 확대될수록 매출증가에 긍정적이다.

네이버, 쿠팡, 카카오에게
유인이 낮은
이베이코리아 인수 효용

4) 거래액 20조원의 이베이코리아, 오픈마켓 만으로 유인이 낮다

쿠팡의 미국 상장 이후 시장 매물로 등장한 이베이코리아에 대한 관심도 또한 높아졌다. 2020년 국내 온라인시장규모가 약 160조원, 이 중 네이버쇼핑과 쿠팡, 이베이코리아 거래액이 각각 28조, 22조, 20조원임을 감안시 3사의 시장점유율은 각각 18%, 14%, 13%로 추산한다. 미국과 중국은 각각 아마존과 알리바바가 39%, 50%의 압도적 점유율을 나타내는데, 국내는 3사의 점유율 차이가 크지 않다. 이베이코리아 거래액증가율이 정체임을 감안시 네이버와 쿠팡 양강체제가 뚜렷해질 가능성이 높다.

- 사업자별 이베이코리아 인수 가능성: 네이버, 쿠팡, 카카오 모두 유인이 낮다

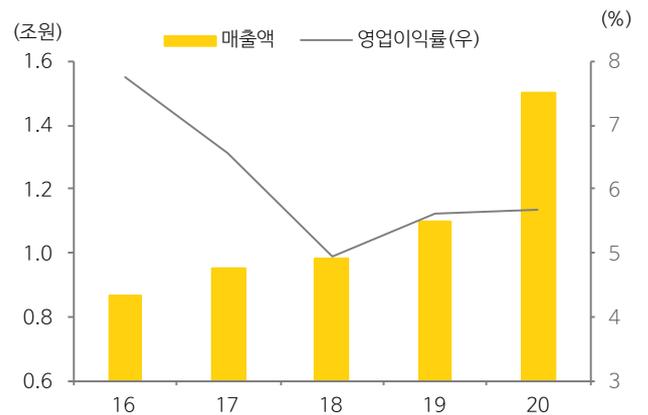
카카오는 이미 인수불참 의사를 표시했지만 3사 모두 이베이코리아를 인수할 가능성은 낮았다. 먼저, 네이버는 마켓플레이스를 제공하는 플랫폼 사업자로 이미 국내 이커머스 시장내 절대적 영역을 구축했다. 지마켓, 옥션은 네이버쇼핑에 입점, 트랙픽 유입되고 있어 효용도 낮다. 이베이코리아가 흑자기업이긴 하지만 네이버쇼핑 수익성을 개선시킬 만큼은 아니다. 오히려 경쟁 심화로 오픈마켓 사업 영향력은 약화될 가능성이 높다. 쿠팡은 빠른 배송을 앞세워 점유율이 가파르게 상승, 증가하는 직매입 및 3차상품 배송을 소화하기에도 Capa가 부족하다. 카카오는 커머스 전략 자체가 다르다. 오픈마켓 혹은 최저가를 통한 시장 점유율 확대가 우선순위가 아니다. 모바일메신저 시장점유율 1위 플랫폼을 앞세워 '선물하기' 문화를 안착시켰다. 나를 위한 일상 소비가 타겟이 아니다. 네이버처럼 포인트를 지급하지 않아도, 쿠팡처럼 다양한 상품을 최저가에 제시하지 않아도 거래액이 빠르게 증가하고 있다. 매스가 아닌, 럭셔리(이익률 25% 이상), 매스티지(10~25%) 구색 확대하며 플랫폼사 커머스 사업 중 가장 높은 수익성을 시현한다(19년 OPM 25.6%).

Exhibit 11. 이베이코리아 거래액 추이



출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 12. 이베이코리아 실적 추이



출처: Kakaopay Securities Research

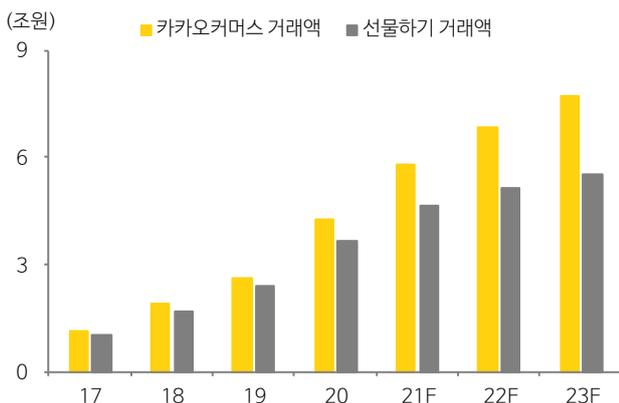
5) 독보적 수익성을 시현하는 카카오키퍼머스 비즈니스 모델

**카카오키퍼머스의
관계형 비즈니스 커머스 모델은
25% 이상 높은 이익률 시현**

단순 오픈마켓도, 마켓플레이스도 아닌 카카오키퍼머스의 ‘관계형’ 비즈니스 모델은 독특하다. 최저가를 제공하지 않음에도 2020년 거래액 전년대비 64% 증가, 2019년 카카오키퍼머스 사업보고서상 영업이익률 25.6%를 시현했다. 단적으로, 2019년 카카오키퍼머스 거래액은 이베이코리아의 1/5 수준에도 미치지 않았지만 영업이익 규모는 오히려 더 컸다(760억원 vs. 615억원). 네이버페이처럼 포인트 적립도 없다. 이는 이미 전국민을 트래픽으로 보유한 카카오키퍼 플랫폼 기반 업계최초 ‘관계형 커머스’ 모델이었기 때문에 가능한 모델이었다. 선물하기는 거래액의 9~10% 수수료를 수취하는 구조로 카톡친구간 선물이 목적이다. 불특정 다수 판매자와 소비자 중개 역할이 아니기 때문에 배송 등 서비스 차별성을 내세울 필요성이 낮다. 이커머스 시장점유율 확대가 상대적으로 덜 중요한 이유다. 과거 교환권 중심에서 배송상품으로 비중 확대되며 평균 구매단가가 상승, 최근 구찌, 티파니 등 글로벌 럭셔리브랜드 및 매스티지 카테고리 구성비가 높아지며 수익성개선 지속되고 있다.

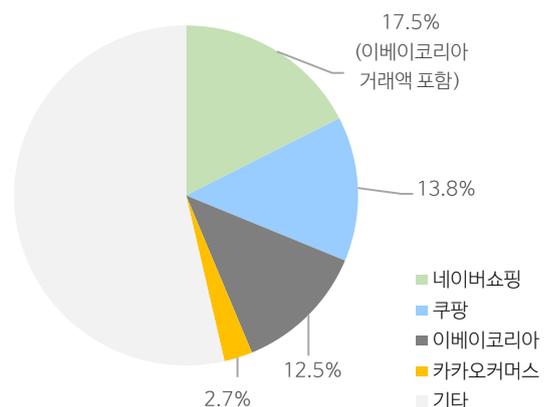
메이커스와 톱스토어를 통한 소비가 활발히 이루어지고 있다. 메이커스는 주문형 제작시스템이다. 소비자에게 주문받은 수량만큼 상품을 제작 생산, 셀러의 재고부담을 최소화시킨다. 톱스토어는 일종의 오픈마켓 형식이다. 카톡 회원 누구나 상점을 오픈할 수 있다. 기본 수수료율 3.5%에 광고노출 수수료 2%가 더해진다. 공동구매 방식 마케팅툴을 사용할 경우 수수료율은 10%이며 2인 이상 구매자가 모이면 판매단가를 할인해주는 방식이다. 최근 톱딜의 마케팅효율이 상승하며 이를 활용하는 셀러의 수 또한 확대, 카카오키퍼머스 수익성개선 기여도가 높아지고 있다.

Exhibit 13. 카카오키퍼머스 및 선물하기 거래액 추이



주: 전망치는 카카오키퍼증권 추정
출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 14. 국내 이커머스 시장점유율 (20년 거래액 기준)



출처: 각사, Kakaopay Securities Research

기업분석

NAVER (035420) 시장 강자의 정교해진 생태계 강화 전략	11
카카오 (035720) 무난할 1분기, 기대되는 하반기	17

NAVER (035420.KS)

시장 강자의 정교해진 생태계 강화 전략

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	500,000원(상향)
현재주가(03/24)	387,000원
목표수익률	29.2%

Key Data	2021년 03월 24일
산업분류	인터넷
KOSPI	2996.35

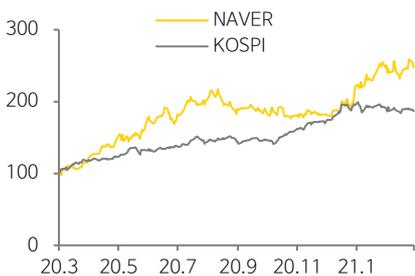
Trading Data

시가총액(십억원)	63,569.9
발행주식수(백만주)	164.3
외국인 지분율(%)	57.2
52주 고가(원)	410,000
52주 저가(원)	149,500
60일 거래대금(억원)	4,471.6

주요주주 지분율(%)

국민연금공단(외 1인)	10.8
자사주(외 1인)	9.8

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.5	31.6	148.1
상대주가	3.4	(0.2)	62.0

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02) 6099-8504

1QPre: 견조한 탑라인 성장 지속, 수익성 눈높이는 낮게

1QNAVER 연결 영업수익 1조 4,998억원(YoY+29.5%, QoQ-1.2%), 영업이익 2,990억원(+2.5%, -7.7%)을 전망한다(OPM 20%). 전년동기비 인건비증가, 주식옵션가치 비용 반영되며 수익성은 다소 완만해진 20%를 예상한다. 1)서치플랫폼(+17%, -2.1%): 광고상품 단가상승 효과 지속, 2)커머스(+43.2%, +4.5%): 쇼핑 검색광고 매출증가, 멤버십 가입자수 3백만 명 돌파한 것으로 파악한다. 3)핀테크(+58.3%, +8.3%):페이거래액 증가율 60% 상회, 4)콘텐츠(+35.8%, -8.7%):네이버웹툰 중심 외형성장 예상한다.

강해지는 이커머스 시장 영향력, 확대되는 파트너십 활용 기회

3/17일 네이버는 애널리스트 간담회를 통해 중장기 커머스 사업 전략에 대해 공유했다. 주 내용은 1)판매자 솔루션 강화, 2)다변화된 구매방식 제공, 3)멤버십 활용한 파트너십 확대, 4)데이터 기반 온디맨드 풀필먼트 구축, 5)글로벌 진출을 강조(세부내용 및 페이지 참고). 이 모든 전략은 네이버쇼핑 생태계를 확대하기 위한 커머스 솔루션 강화, 소비 편의성 제고 위한 페이 활용 범위 확대에 초점을 두고 있다. 20년까지 스마트스토어 의 가파른 거래액증가가 커머스사업 성장을 주도, 21년부터 브랜드스토어 추가 입점, 신세계그룹 등 오프라인 유통 대기업과 협업으로 네이버쇼핑 침투율이 낮았던 신선식품, 명품 등 카테고리 강화가 가능할 것이다. 대한항공, 현대카드 등 외부기업 파트너십 통한 멤버십 제휴처 확장으로 소비자 혜택 강화도 예상된다. 장보기, 정기구독, 렌탈 등 다변화된 온라인 소비형태별 C대한동운, 이마트 지역매장, 자동화물류센터 등을 활용한 세분화 풀필먼트 서비스를 제공할 계획이다. 고도화된 쇼핑 통합솔루션에 대한 구독형 모델도 구상 중이다. 상반기 중 일본 전자상거래 시장에도 진출한다. 라인 선물하기, 공동구매 등 소셜커머스와 야후검색,페이페이 등 검색에서 쇼핑,결제까지 이어지는 사업모델을 제시, 일본을 시작으로 동남아 시장까지 영역을 확대할 계획이다.

투자의견 BUY 유지 목표주가 50만원으로 상향조정

투자의견 BUY 유지, 목표주가 50만원으로 상향한다. 신세계그룹과 지분교환에 따른 가치를 반영, 시간 가중치를 조정했다. 3월말 왓패드 지분인수 완료, 3Q21 이마트/트레이더스 장보기서비스 입점 및 일본 스마트스토어 솔루션 도입, 연 5백여 개 브랜드스토어 입점 확대, 고도화 쇼핑솔루션 구독형 모델 적용 등 N생태계 강화 모멘텀은 충분, 광고시장 영향력 확대 선순환 효과는 뚜렷하다. 중장기 성장 관점 비중확대 전략이 바람직하다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,356.2	5,304.2	6,544.9	7,745.5	8,768.4
증감률 YoY	(22.0)	21.8	23.4	18.3	13.2
영업이익	1,155.0	1,215.4	1,302.4	1,688.5	2,711.5
영업이익률	26.5	22.9	19.9	21.8	30.9
지배주주순이익	583.1	993.3	1,365.1	1,661.8	2,679.9
EPS(원)	3,538	6,027	8,283	10,083	16,260
EPS 증감률 YoY	(10.2)	70.4	37.4	21.7	61.3
P/E	52.7	64.0	46.7	38.4	23.8
EV/EBITDA	17.4	32.3	30.8	25.2	17.1
ROE	10.6	15.7	18.3	18.8	24.8
P/B	5.3	9.3	7.9	6.7	5.3

출처: Dataguide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 15. NAVER 1분기 실적 전망(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q20	4Q20	1Q21F	QoQ	YoY	컨센서스	과리율
영업수익	1,155	1,513	1,495	-1.2%	29.5%	1,469	1.8%
서치플랫폼	645	770	754	-2.1%	17.0%		
커머스	231	317	331	4.5%	43.2%		
핀테크	138	201	218	8.3%	58.3%		
콘텐츠	93	139	127	-8.7%	35.8%		
클라우드	48	86	65	-23.8%	36.5%		
영업이익	292	324	299	-7.7%	2.5%	313	-4.4%
당기순이익	135	375	249	-33.6%	84.8%	230	8.2%
영업이익률%	25.3%	21.4%	20.0%	-1.4%pt	-5.3%pt		
순이익률%	11.7%	24.8%	16.7%	-8.1%pt	+5.0%pt		

출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 16. NAVER 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
영업수익	5,304	6,545	7,745	1,155	1,276	1,361	1,513	1,495.1	1,614	1,676	1,760
서치플랫폼	2,803	3,181	3,502	645	678	710	770	754	785	799	843
커머스	1,090	1,475	1,843	231	256	285	317	331	362	377	405
핀테크	678	953	1,229	138	165	174	201	218	243	244	249
콘텐츠	460	581	716	93	113	115	139	127	141	154	159
클라우드	274	355	455	48	64	76	86	65	83	102	105
영업비용	4,089	5,242	6,057	863	968	1,069	1,189	1,196	1,283	1,341	1,423
개발/운영	1,197	1,525	1,743	283	290	312	312	356	371	390	408
파트너	1,797	2,291	2,633	377	427	457	535	516	562	587	627
인프라	550	661	775	111	136	145	158	151	163	169	178
마케팅	546	766	906	92	115	156	184	173	187	194	211
영업이익	1,215	1,302	1,689	292	308	292	324	299	331	335	337
당기순이익	836	1,241	1,511	135	91	235	375	249	323	303	365
영업이익률(%)	22.9%	19.9%	21.8%	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	20.0%	20.5%	20.0%	19.2%
순이익률(%)	15.8%	19.0%	19.5%	11.7%	7.1%	17.3%	24.8%	16.7%	20.0%	18.1%	20.8%
YoY, %											
영업수익	21.8%	23.4%	18.3%	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.5%	26.5%	23.2%	16.4%
서치플랫폼	5.6%	13.5%	10.1%	2.9%	-0.3%	8.2%	11.3%	17.0%	15.8%	12.5%	9.4%
커머스	37.6%	35.4%	25.0%	30.3%	32.7%	40.9%	44.6%	43.2%	41.2%	32.1%	27.8%
핀테크	66.6%	40.7%	28.9%	57.6%	72.4%	67.6%	67.8%	58.3%	47.4%	40.2%	23.6%
콘텐츠	44.3%	26.2%	23.3%	55.4%	44.5%	31.8%	48.7%	35.8%	24.8%	34.2%	14.2%
클라우드	48.7%	29.7%	28.1%	14.5%	53.6%	66.2%	56.2%	36.5%	29.5%	33.3%	22.9%
영업비용	27.7%	28.2%	15.5%	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	38.6%	32.5%	25.4%	19.7%
개발/운영	16.3%	27.4%	14.3%	20.4%	14.3%	25.0%	7.3%	25.8%	28.1%	25.3%	30.4%
파트너	29.0%	27.5%	15.0%	21.5%	25.3%	30.9%	36.4%	36.7%	31.4%	28.4%	17.2%
인프라	30.5%	20.2%	17.2%	14.6%	35.0%	36.3%	34.6%	36.1%	19.7%	16.9%	12.6%
마케팅	52.4%	40.3%	18.3%	51.9%	27.7%	48.6%	78.2%	88.8%	63.2%	24.9%	14.8%
영업이익	5.2%	7.2%	29.6%	0.6%	1.6%	1.8%	17.5%	2.5%	7.4%	14.9%	4.2%
당기순이익	110.7%	48.4%	21.7%	54.0%	226.7%	176.0%	91.2%	84.8%	256.3%	28.9%	-2.6%

주: 신매출분류 2019년부터 소급 적용

출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 17. NAVER SoTP Valuation

부문별	단위	2021F	2022F	주요 가정
1. 서치플랫폼 적정가치	십억원	18,252	20,094	
12개월 예상 매출액		3,181	3,502	
12개월 예상 영업이익		954	1,051	영업이익률 35% 가정
12개월 예상 순이익		730	804	유효세율 23.5% 적용
Target PER	배	25	25	
2. 커머스 적정가치	십억원	32,973	41,393	
1) 검색 부문 가치		4,386	5,374	
12개월 예상 매출액		765	937	
12개월 예상 영업이익		229	281	영업이익률 30% 가정
12개월 예상 순이익		175	215	유효세율 23.5% 적용
Target PER	배	25	25	
2) 플랫폼수수료 부문 가치		28,586	36,019	
12개월 예상 거래대금		35,733	45,024	
거래대금 대비 목표배수		0.8	0.8	쿠팡 상장 밸류에이션 할인 적용
3. 핀테크 적정가치	십억원	2,165	2,165	미래에셋대우 피투자액 * 지분율 81.6%
4. 웹툰 적정가치	십억원	8,528	11,658	
웹툰 거래액		1,066	1,457	웹툰+망가 12개월 예상 거래액
Target PSR	배	8	8	Netflix 과거 3개년 평균 PSR
5. 클라우드 적정가치		1,420	1,819	
12개월 예상 매출액		355	455	
Target PSR	배	4	4	글로벌 동종업체 5개사 12개월 예상 PSR 50% 할인
6. Z홀딩스 지분가치	십억원	10,185	10,185	
Z홀딩스 시가총액	%	44,909	44,909	
NAVER의 Z홀딩스 지분율	%	32.4	32.4	
할인율	%	30	30	지주회사 할인
7. 순현금	십억원	334	334	4Q20 기준 별도 순현금
8. 자사주	십억원	4,744	4,744	전일 종가 기준
9. CJ그룹 지분가치	십억원	644	644	전일 종가 기준
10. 신세계그룹 지분가치	십억원	244	244	전일 종가 기준
총 기업 가치		79,489	93,280	1+2+3+4+5+6+7+8+9+10
발행주식수	천주		164,263	
적정 추가 I		480,000	570,000	
적정 추가 II	원	500,000		시간 가중치 적용

주: 클라우드 부문 글로벌 동종업체 Amazon, Google, Alibaba, Salesforce, Microsoft 2021년 예상 평균 PSR에 50% 할인 적용
출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 18. 네이버 커머스 전략

네이버 커머스 전략



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 19. 네이버 커머스 전략은 네 가지 솔루션으로 구성

멤버십 생태계 확대			
판매자 솔루션		다양한 구매 방식	온디맨드 물류
스마트스토어	AI 기획전 AI 타겟 마케팅	쇼핑라이브	빠른 배송
브랜드스토어	브랜드 평판 분석 신제품 개발	정기구독	신선배송
스토어 솔루션	머천트 솔루션	마케팅 솔루션	물류 솔루션

출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 20. Z홀딩스의 '검색-쇼핑-결제' 비즈니스 모델

앞으로 ZHD의 다양한 EC와 강한 협력 모델 구축



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 21. 스마트스토어의 글로벌 진출 전략

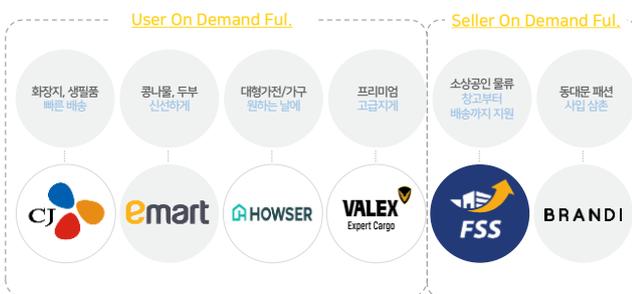
더 나아가 글로벌까지



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 22. NFA의 소비자 및 셀러 양방향 협력 구조

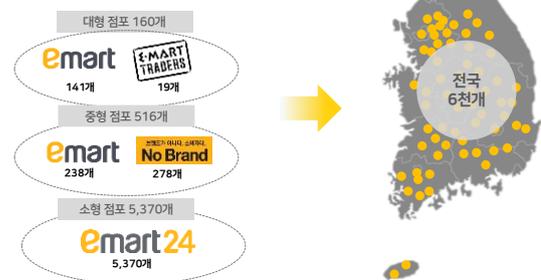
"Naver Fulfillment Alliance"



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 23. 이마트 점포를 도심형 물류창고(MFC)로 활용

전국 이마트 점포를 도심형 물류창고(MFC)로 활용



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 24. 이마트와 네이버멤버십 제휴 통한 장보기 서비스 강화

대형 마트부터 친환경, 동네시장까지
장보기 모델 강화



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 25. 상품별 세분화되는 물류/배송 서비스

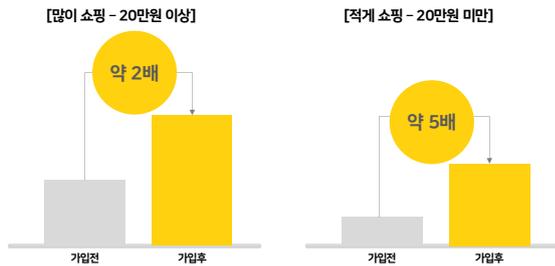
창고에서 보내는
빠른 배송만으로는 풀 수 없는 다양한 배송 니즈



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 26. 네이버페이 멤버십 가입 효과 비교

가입 전, 후로 얼마나 더 많이 구매하는지 살펴보면



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 27. 온라인쇼핑 방식의 다변화 및 신규 수익 모델 구축

새로운 구매방식 = 새로운 시장,
추가적인 수익 모델을 함께 확장



새로운 '광고/수수료/구독료' 수익 모델

출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

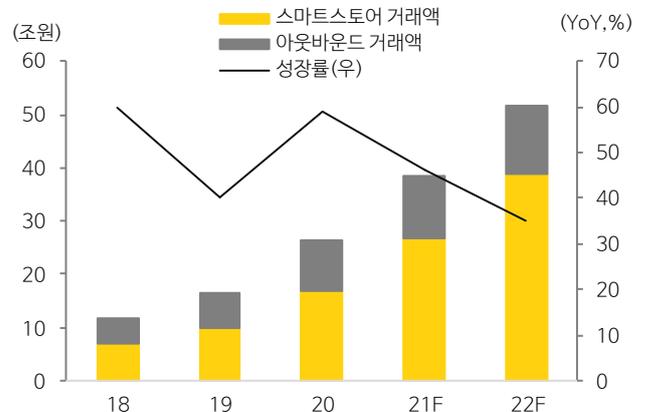
Exhibit 28. 스마트스토어 판매자 수 증가 추이

스마트스토어 판매자 전체 거래 규모는 가파르게 성장



출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

Exhibit 29. 네이버쇼핑 거래액 증가율 추이 및 전망



주: 전망치는 카카오페이증권 추정
출처: NAVER, Kakaopay Securities Research

NAVER (035420) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	5,756.2	5,717.1	5,774.8	6,773.0
현금성자산	4,107.3	3,996.5	3,624.8	3,360.7	4,084.7
매출채권	1,143.4	1,353.3	1,669.8	1,976.1	2,237.1
재고자산	55.1	68.5	84.6	100.1	113.3
비유동자산	6,655.8	7,644.5	9,132.6	10,758.2	12,397.7
투자자산	4,718.1	5,744.8	7,088.6	8,388.9	9,496.8
유형자산	1,596.3	1,485.7	1,495.2	1,585.8	1,720.5
무형자산	341.4	414.0	548.8	783.5	1,180.3
자산총계	12,299.5	13,400.8	14,849.7	16,533.0	19,170.6
유동부채	3,773.1	3,838.3	4,031.0	4,217.5	4,376.4
매입채무	758.7	823.9	1,016.6	1,203.1	1,362.0
유동성이자부채	729.2	729.2	729.2	729.2	729.2
비유동부채	2,022.5	2,028.8	2,035.3	2,041.8	2,048.3
비유동이자부채	1,365.9	1,365.9	1,365.9	1,365.9	1,365.9
부채총계	5,795.6	5,867.2	6,066.3	6,259.3	6,424.7
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,575.3	1,575.3	1,575.3	1,575.3	1,575.3
이익잉여금	5,712.1	6,650.7	7,900.4	9,390.8	11,863.0
자본조정	(1,498.7)	(1,407.5)	(1,407.5)	(1,407.5)	(1,407.5)
자기주식	(1,390.4)	(1,390.4)	(1,390.4)	(1,390.4)	(1,390.4)
자본총계	6,503.9	7,533.6	8,783.4	10,273.7	12,745.9
투하자본	2,257.9	2,912.2	3,897.5	5,036.2	6,259.9
순차입금	(2,012.2)	(1,901.4)	(1,529.7)	(1,265.6)	(1,989.6)
ROA	5.3	7.7	9.7	10.6	15.0
ROE	10.6	15.7	18.3	18.8	24.8
ROIC	41.9	32.8	25.7	25.7	36.0

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	1,356.8	1,045.5	898.3	1,280.1	2,516.1
당기순이익	396.8	836.2	1,241.0	1,510.7	2,436.2
자산상각비	498.0	692.7	713.5	781.7	889.1
운전자본증감	566.5	(158.0)	(139.9)	(135.3)	(115.3)
매출채권감소(증가)	(55.8)	(209.8)	(316.6)	(306.3)	(261.0)
재고자산감소(증가)	0.0	(13.4)	(16.0)	(15.5)	(13.2)
매입채무증가(감소)	0.0	65.2	192.7	186.5	158.9
투자현금	(1,078.1)	(1,101.5)	(1,154.7)	(1,372.8)	(1,584.5)
단기투자자산감소	52.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(446.8)	(297.0)	(265.8)	(163.9)
설비투자	(435.9)	(530.8)	(654.9)	(775.1)	(877.4)
유무형자산감소	(64.2)	(123.9)	(202.8)	(331.9)	(543.2)
재무현금	52.3	(54.7)	(115.4)	(171.4)	(207.7)
차입금증가	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	(46.9)	(54.7)	(115.4)	(171.4)	(207.7)
배당금지급	46.9	54.7	115.4	171.4	207.7
현금 증감	417.6	(110.7)	(371.7)	(264.1)	723.9
총현금흐름(Gross CF)	1,269.4	1,203.5	1,038.2	1,415.5	2,631.5
(-) 운전자본증가(감소)	(569.6)	158.0	139.9	135.3	115.3
(-) 설비투자	435.9	530.8	654.9	775.1	877.4
(+) 자산매각	(64.2)	(123.9)	(202.8)	(331.9)	(543.2)
Free Cash Flow	1,338.9	390.8	40.6	173.2	1,095.5
(-) 기타투자	0.0	446.8	297.0	265.8	163.9
잉여현금	1,338.9	(56.0)	(256.4)	(92.6)	931.6

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research

Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.2	6,544.9	7,745.5	8,768.4
증가율 (Y-Y,%)	(22.0)	21.8	23.4	18.3	13.2
영업이익	1,155.0	1,215.4	1,302.4	1,688.5	2,711.5
증가율 (Y-Y,%)	22.5	5.2	7.2	29.6	60.6
EBITDA	1,653.0	1,908.1	2,015.9	2,470.2	3,600.5
영업외손익	236.2	406.0	542.2	536.5	533.5
순이자수익	12.1	408.7	244.2	215.0	188.9
외화관련손익	(6.9)	(41.9)	(41.3)	(28.3)	(16.1)
지분법손익	43.9	39.3	339.3	349.8	360.7
세전계속사업손익	1,391.3	1,621.4	1,844.7	2,225.0	3,244.9
당기순이익	396.8	836.2	1,241.0	1,510.7	2,436.2
지배기업당기순이익	583.1	993.3	1,365.1	1,661.8	2,679.9
증가율 (Y-Y,%)	(36.8)	110.7	48.4	21.7	61.3
NOPLAT	764.4	848.7	876.2	1,146.4	2,035.7
(+) Dep	498.0	692.7	713.5	781.7	889.1
(-) 운전자본투자	(569.6)	158.0	139.9	135.3	115.3
(-) Capex	435.9	530.8	654.9	775.1	877.4
OpFCF	1,396.1	852.6	794.9	1,017.7	1,932.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.7	4.3	5.4	21.1	18.2
영업이익증가율(3Yr)	1.6	1.0	11.4	13.5	30.7
EBITDA증가율(3Yr)	9.3	11.3	18.8	14.3	23.6
순이익증가율(3Yr)	(19.4)	2.8	25.5	56.1	42.8
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.9	21.8	30.9
EBITDA마진(%)	37.9	36.0	30.8	31.9	41.1
순이익률(%)	9.1	15.8	19.0	19.5	27.8

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	3,538	6,027	8,283	10,083	16,260
BPS	35,223	41,471	49,053	58,096	73,096
DPS	376	700	1,040	1,260	2,040
Multiples(x,%)					
PER	52.7	64.0	46.7	38.4	23.8
PBR	5.3	9.3	7.9	6.7	5.3
EV/ EBITDA	17.4	32.3	30.8	25.2	17.1
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5
PCR	24.2	52.9	61.4	45.1	24.2
PSR	7.1	12.0	9.7	8.2	7.3
재무건전성 (%)					
부채비율	89.1	77.9	69.1	60.9	50.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	149.6	150.0	141.8	136.9	154.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	3.3	1.5	1.2	1.0
자산구조					
투하자본(%)	20.4	23.0	26.7	30.0	31.5
현금+투자자산(%)	79.6	77.0	73.3	70.0	68.5
자본구조					
차입금(%)	24.4	21.8	19.3	16.9	14.1
자기자본(%)	75.6	78.2	80.7	83.1	85.9

카카오 (035720.KS)

무난할 1분기, 기대되는 하반기

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	560,000원(상향)
현재주가(03/24)	492,000원
목표수익률	13.8%

Key Data	2021년 03월 24일
산업분류	인터넷
KOSPI	2996.35

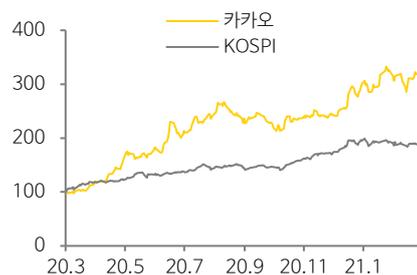
Trading Data

시가총액 (십억원)	43,642.7
발행주식수 (백만주)	88.7
외국인 지분율 (%)	33.4
52주 고가 (원)	519,000
52주 저가 (원)	147,500
60일 거래대금(억원)	3,819.8

주요주주 지분율(%)

김범수(외 49인)	25.4
국민연금공단(외 1인)	8.4

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.9	39.8	218.4
상대주가	3.9	7.9	132.3

1QPre: 광고 비수기 진입, 무난한 실적 흐름 전망

1Q 카카오 연결 영업수익은 1조 2,726억원(YoY +46.6%, QoQ +3%), 영업이익 1,457억원(YoY +65.1%, QoQ -2.8%)을 달성할 것으로 예상된다. 광고 비수기 진입 및 주식상여 약 120억원 지급되며 수익성은 전분기비 소폭 낮아진 11.4%를 시현할 전망이다(YoY+1.3%p, QoQ-0.7%p).

1)플랫폼 매출(YoY +58.1%, QoQ +6.3%): (1)특비즈: 광고시장 비수기 진입으로 분기매출 증가 속도 완만해졌을 것으로 예상, 커머스거래액은 견조한 증가세를 전망한다. (2)포털비즈: 전년동기비 매출 소폭 감소, (3)신사업: 페이지거래액의 성장과 T택시가 견인하는 모빌리티 매출 확대 지속될 것이다. **2)콘텐츠 매출(+34.6%, -0.7%):** (1)게임: 신작부재로 전분기비 매출 감소, (2)유료콘텐츠: 픽코마, IP 유통거래액 증가하며 수익성 개선되었을 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 56만원으로 상향 조정

카카오에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가 56만원으로 상향한다. 21년 실적 추정치 조정 및 시간 가치치 변경에 근거한다. 커머스, 게임즈, M, 페이, 페이지, 모빌리티의 20년 평균 매출증가율은 61.2%에 달했다(각사 별도 기준). 21년 하반기 접어들며 신사업 및 자회사들의 손익개선세가 뚜렷해질 전망이다. **카카오페이는** 신용카드 대비 세 배 가량 수익성이 높은 페이머니(충전식)를 활용 결제 거래비중이 증가하고 있다. 이와 연계된 금융플랫폼 상품거래액도 확대되며 플랫폼수수료수익은 증가가 예상된다. **모빌리티** 성장 속도도 가파르다. 카카오T 블루 택시 매출증가가 주효하다. 21년 주차서비스 출시하며 신규 매출원이 더해질 전망이다. 3/4일 합병완료된 **카카오엔터테인먼트**의 사업확장 전략 또한 지켜보아야할 것이다. IP 유통거래액이 빠르게 증가하며 수익성개선이 나타나던 카카오페이지, 카카오TV를 통한 콘텐츠 유통, 영상제작/음원유통/매니지먼트 사업을 영위하던 카카오M의 합작법인이다. 웹툰 및 웹소설 IP부터 콘텐츠 제작사, 글로벌 플랫폼까지 밸류체인이 완성, 오리지널 콘텐츠의 외부플랫폼 유통 또한 진행되며 역량에 대한 시장 검증이 진행되고 있다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,070.1	4,156.8	5,828.7	7,102.2	8,293.8
증감률 YoY	27.0	35.4	40.2	21.8	16.8
영업이익	206.8	456.0	794.2	1,254.7	1,645.3
영업이익률	6.7	11.0	13.6	17.7	19.8
지배주주순이익	(301.0)	155.6	498.5	807.7	1,243.9
EPS(원)	(3,590)	1,805	5,782	9,369	14,428
EPS 증감률 YoY	적전	흑전	220.3	62.0	54.0
P/E	(42.8)	271.7	85.1	52.5	34.1
EV/EBITDA	27.8	55.6	40.1	27.9	21.7
ROE	(5.8)	2.9	8.9	12.9	17.1
P/B	2.5	7.9	7.2	6.4	5.4

출처: Dataguide, Kakaopay Securities Research

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02) 6099-8504

Exhibit 30. 카카오 1분기 실적 전망(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q20	4Q20	1Q21F	QoQ	YoY	컨센서스	과리율
영업수익	868	1,235	1,273	3.0%	46.6%	1,235	3.1%
플랫폼 부문	442	657	699	6.3%	58.1%		
콘텐츠 부문	427	578	574	-0.7%	34.6%		
영업이익	88	150	146	-2.8%	65.1%	156	-6.9%
지배주주순이익	77	-189	139	흑전	79.8%	135	3.5%
영업이익률%	10.2%	12.1%	11.4%	-0.7%pt	+1.3%pt		
지배순이익률%	8.9%	-15.3%	10.9%	+26.3%pt	+2.0%pt		

출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

Exhibit 31. 카카오 분기 및 연간 실적 전망(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
영업수익	4,157	5,829	7,102	868	953	1,100	1,235	1,273	1,380	1,499	1,677
플랫폼 부문	2,146	3,308	4,170	442	493	554	657	699	771	856	982
특비즈	1,118	1,623	2,127	225	248	284	360	336	379	427	481
포털비즈	478	435	415	117	117	121	123	104	109	109	114
신사업	550	1,250	1,628	101	127	149	174	260	283	320	387
콘텐츠 부문	2,011	2,521	2,932	427	460	546	578	574	609	644	695
게임	495	590	663	97	107	150	141	139	145	153	154
뮤직	618	629	637	151	151	156	160	155	156	157	162
유료콘텐츠	528	892	1,197	97	119	148	164	183	211	231	266
IP 비즈니스 기타	370	410	435	82	83	92	114	97	97	102	112
영업비용	3,701	5,034	5,848	780	855	980	1,085	1,127	1,202	1,291	1,414
인건비	920	1,205	1,446	199	217	239	266	258	281	321	345
매출연동비	1,746	2,407	2,841	382	409	464	492	547	580	615	666
외주/인프라비	458	572	681	92	107	114	145	130	139	137	167
마케팅비	232	431	426	30	39	76	88	90	98	112	131
상각비	265	332	365	59	62	67	78	82	84	84	82
기타	79	87	89	19	22	20	17	19	21	23	24
영업이익	456	794	1,255	88	98	120	150	146	178	208	263
지배주주순이익	156	499	808	77	140	128	-189	139	210	207	-58
영업이익률(%)	11.0%	13.6%	17.7%	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	11.4%	12.9%	13.9%	15.7%
지배순이익률(%)	3.7%	8.6%	11.4%	8.9%	14.7%	11.6%	-15.3%	10.9%	15.2%	13.8%	-3.4%
YoY, %											
영업수익	35.4%	40.2%	21.8%	22.9%	30.0%	40.5%	45.7%	46.6%	44.8%	36.2%	35.8%
플랫폼 부문	49.6%	54.1%	26.1%	41.1%	50.7%	58.1%	48.0%	58.1%	56.5%	54.3%	49.5%
특비즈	72.0%	45.2%	31.0%	77.1%	78.8%	75.1%	62.6%	49.3%	52.7%	50.3%	33.5%
포털비즈	-8.7%	-9.0%	-4.6%	-7.8%	-14.2%	-3.9%	-8.6%	-11.1%	-7.6%	-10.4%	-7.0%
신사업	110.6%	127.2%	30.3%	68.1%	148.8%	139.0%	97.2%	158.2%	123.4%	114.8%	122.5%
콘텐츠 부문	23.0%	25.4%	16.3%	8.5%	13.3%	26.3%	43.3%	34.6%	32.3%	17.9%	20.2%
게임	24.7%	19.1%	12.4%	3.0%	9.2%	51.9%	32.9%	43.3%	34.5%	1.8%	9.2%
뮤직	5.3%	1.8%	1.4%	9.8%	4.4%	2.8%	4.4%	2.5%	3.0%	0.5%	1.3%
유료 콘텐츠	77.7%	69.0%	34.1%	30.0%	46.0%	61.5%	233.0%	88.8%	77.5%	56.0%	62.9%
IP 비즈니스 기타	4.5%	10.8%	6.1%	-6.1%	1.2%	1.6%	19.6%	18.9%	17.9%	11.9%	-1.1%
영업이익	29.2%	36.0%	16.2%	15.0%	23.5%	35.4%	41.3%	44.4%	40.6%	31.7%	30.3%
지배주주순이익	31.1%	31.0%	20.0%	24.1%	36.1%	34.9%	29.6%	30.0%	30.0%	34.0%	29.9%

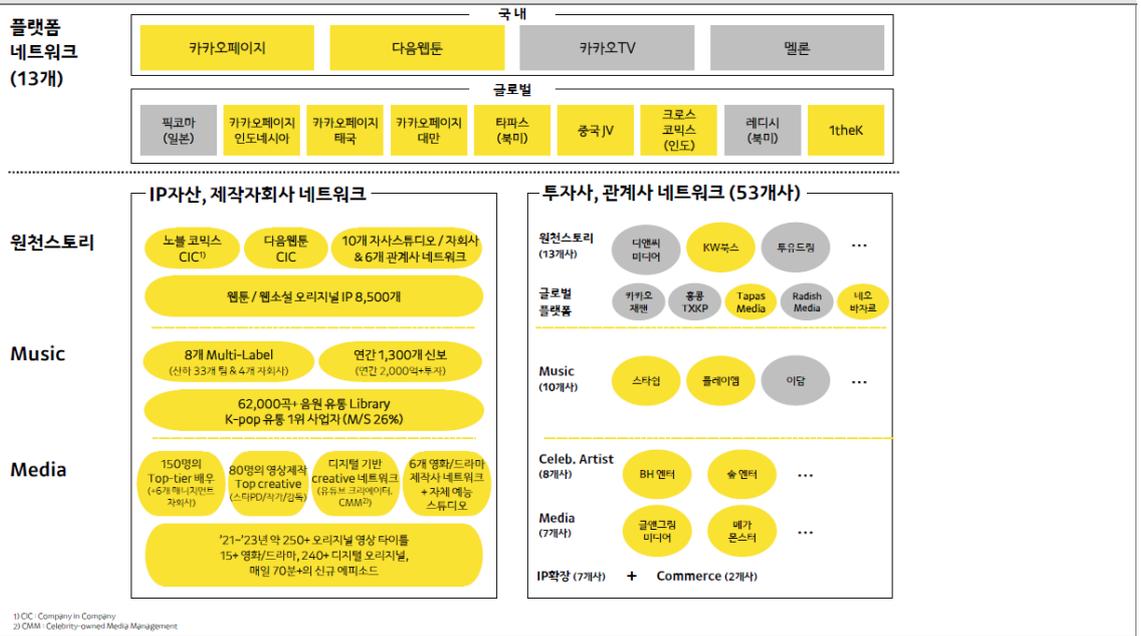
출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

Exhibit 32. 카카오 SoTP Valuation

부문별	단위	지분율	2021F	2022F	주요 가정
1. 플랫폼 적정 가치	십억원		10,265	14,684	1)+2)+3)
1) 특비즈 가치			7,450	11,715	
특비즈 순이익			248	391	영업이익률 20% 가정
Target PER			30	30	
2) 포털비즈 가치			2,079	2,222	
포털비즈 순이익			83	89	영업이익률 22% 가정
Target PER			25	25	
3) 뮤직 가치			736	746	
뮤직 순이익			48	48	영업이익률 11% 가정
Target PER			15	15	
2. 자회사 적정 가치	십억원		29,308	39,867	1)+2)+3)+4)+5)+6)+7)+8)+9)
1) 커머스 지분 가치		99.7	4,637	5,461	
커머스 거래액			5,816	6,850	
Target EV/GMV			0.8	0.8	고수익 모델 감안 경쟁사 동일 멀티플 적용
2) 게임즈 지분 가치		59.1	1,242	1,242	시가총액 * 지주회사 30% 할인
3) 페이지 지분 가치		63.5	4,755	6,377	
페이지 매출			892	1,197	21F 예상 매출 (페이지+픽코마)
Target PSR			8	8	Netflix 최근 3개년 PSR 평균
4) M 지분 가치		80.1	1,771	1,771	투자유치액에 30% 할증
5) IX 사업 가치		100	164	182	
IX 순이익			14	16	영업이익률 10% 가정
Target PER			15	15	
6)페이 사업 가치		60.9	5,866	13,583	
페이 거래액			96,817	125,773	토스 투자유치 멀티플 80% 할증
Target EV/GMV			0.11	0.11	
7) 은행 지분 가치		33.5	3,125	3,125	PBR 2배 (21년 5천억원 유증 가정)
8) 모빌리티 지분 가치		69.3	6,693	7,697	
모빌리티 매출			644	741	
Target PSR			15	15	
9) 엔터프라이즈 지분 가치		95.9	1,055	1,055	
3. 순현금	십억원		1,846	1,846	4Q20 별도 기준 순현금
4. 자사주	십억원		1,726	1,726	전일 종가 기준
적정 기업 가치	십억원		43,145	58,122	1+2+3+4
발행 주식 수	천주		85,758	85,758	
적정 추가 I	원		500,000	680,000	
적정 추가 II			560,000		시간 가중치 적용

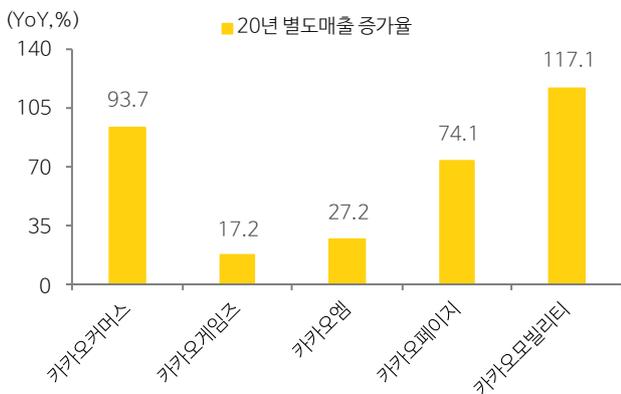
출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

Exhibit 33. 카카오엔터테인먼트의 콘텐츠 생산 및 제작 밸류체인 구조도



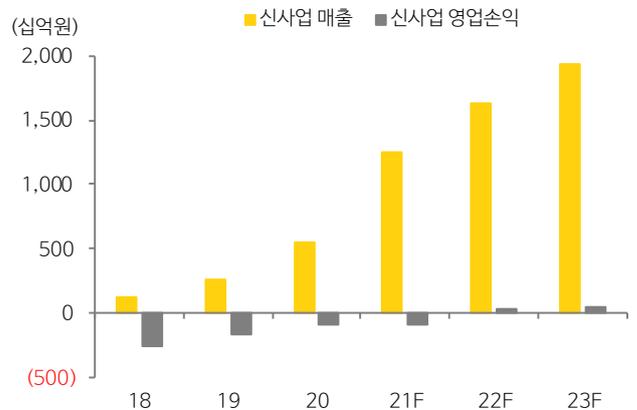
주: 노란색 박스는 자회사/자체서비스, 회색 박스는 관계회사/외부서비스, 출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

Exhibit 34. 카카오 주요 종속회사 별도매출증가율 비교



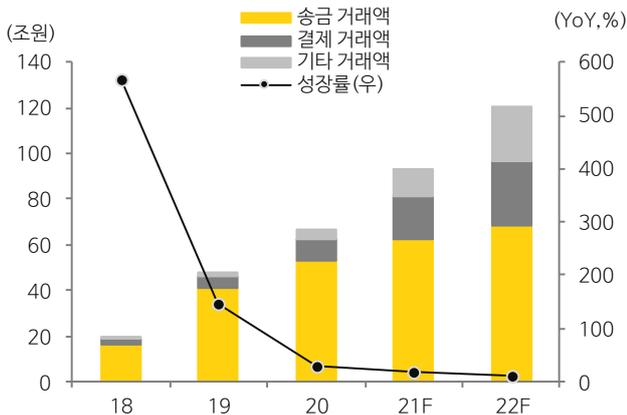
출처: Dart, Kakaopay Securities Research

Exhibit 35. 신사업 부문 매출 및 영업손익 추이



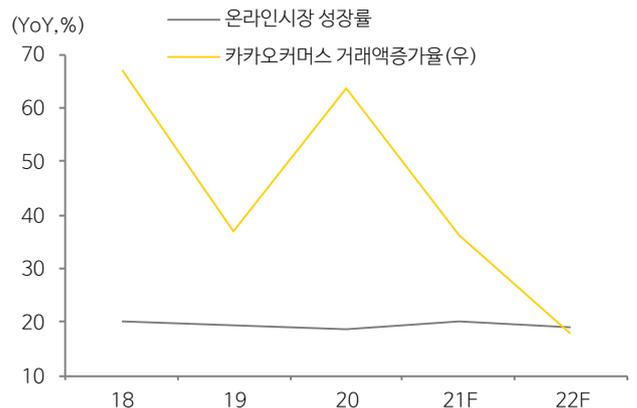
출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

Exhibit 36. 카카오페이 거래액 구성 추이



주: 거래액 구성비중은 카카오페이증권 추정/ 출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 37. 이커머스 시장성장률 대비 카카오커머스 거래액증가율 비교



주: 전망치는 카카오페이증권 추정/ 출처: Kakaopay Securities Research

카카오 (035720) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,829.7	2,319.0	1,895.9	1,975.7	2,515.0
현금성자산	2,176.6	1,506.7	839.3	704.4	1,268.3
매출채권	385.8	524.6	735.6	896.3	1,046.7
재고자산	49.4	70.0	113.0	175.0	0.0
비유동자산	5,907.6	6,553.7	7,663.8	8,566.2	9,461.5
투자자산	2,009.3	2,720.5	3,814.8	4,648.3	5,428.1
유형자산	349.8	287.1	284.3	308.3	346.3
무형자산	3,548.4	3,546.1	3,564.8	3,609.6	3,687.1
자산총계	8,737.3	8,872.8	9,559.7	10,541.8	11,976.4
유동부채	2,433.3	2,449.4	2,661.6	2,853.5	3,054.6
매입채무	575.6	701.6	983.8	1,198.8	1,399.9
유동성이자부채	535.0	425.0	355.0	332.0	332.0
비유동부채	563.8	521.7	509.6	504.5	507.4
비유동이자부채	244.6	199.6	184.6	176.6	176.6
부채총계	2,997.1	2,971.0	3,171.1	3,358.0	3,562.1
자본금	43.2	43.2	43.2	43.2	43.2
자본잉여금	5,043.2	5,043.2	5,043.2	5,043.2	5,043.2
이익잉여금	148.2	293.4	780.3	1,575.5	2,806.0
자본조정	(9.2)	7.2	7.2	7.2	7.2
자기주식	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
자본총계	5,740.1	5,901.7	6,388.6	7,183.8	8,414.3
투자자본	2,944.9	3,126.5	3,434.3	3,753.5	3,877.4
순차입금	(1,397.1)	(882.1)	(299.7)	(195.8)	(759.7)
ROA	(3.6)	1.8	5.4	8.0	11.0
ROE	(5.8)	2.9	8.9	12.9	17.1
ROIC	4.7	6.3	15.0	25.1	35.3

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	752.7	159.8	454.5	810.6	1,505.8
당기순이익	(234.3)	173.5	555.3	899.8	1,385.6
자산상각비	218.8	288.2	286.6	304.9	334.1
운전자본증감	370.8	(33.3)	38.0	0.2	225.7
매출채권감소(증가)	39.2	(138.7)	(211.0)	(160.7)	(150.4)
재고자산감소(증가)	(19.2)	(20.6)	(43.0)	(62.0)	175.0
매입채무증가(감소)	100.5	126.0	282.2	215.0	201.1
투자현금	(414.2)	(709.4)	(1,045.4)	(921.7)	(928.5)
단기투자자산감소	305.0	0.0	(5.2)	(11.6)	0.0
장기투자증권감소	0.0	(486.2)	(737.7)	(536.3)	(479.0)
설비투자	(106.4)	(144.0)	(201.9)	(246.1)	(287.3)
유형자산감소	(48.2)	(79.2)	(100.5)	(127.7)	(162.2)
재무현금	322.2	(120.4)	(81.6)	(35.5)	(13.4)
차입금증가	88.4	(110.0)	(70.0)	(23.0)	0.0
자본증가	289.7	(10.4)	(11.6)	(12.5)	(13.4)
배당금지급	10.3	10.4	11.6	12.5	13.4
현금 증감	671.2	(670.0)	(672.5)	(146.5)	563.9
총현금흐름(Gross CF)	460.3	193.1	416.5	810.4	1,280.0
(-) 운전자본증가(감소)	(490.3)	33.3	(38.0)	(0.2)	(225.7)
(-) 설비투자	106.4	144.0	201.9	246.1	287.3
(+) 자산매각	(48.2)	(79.2)	(100.5)	(127.7)	(162.2)
Free Cash Flow	796.0	(63.4)	152.0	436.9	1,056.3
(-) 기타투자	0.0	486.2	737.7	536.3	479.0
잉여현금	796.0	(549.6)	(585.7)	(99.5)	577.3

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research
 Note: EPS는 완전회석 EPS

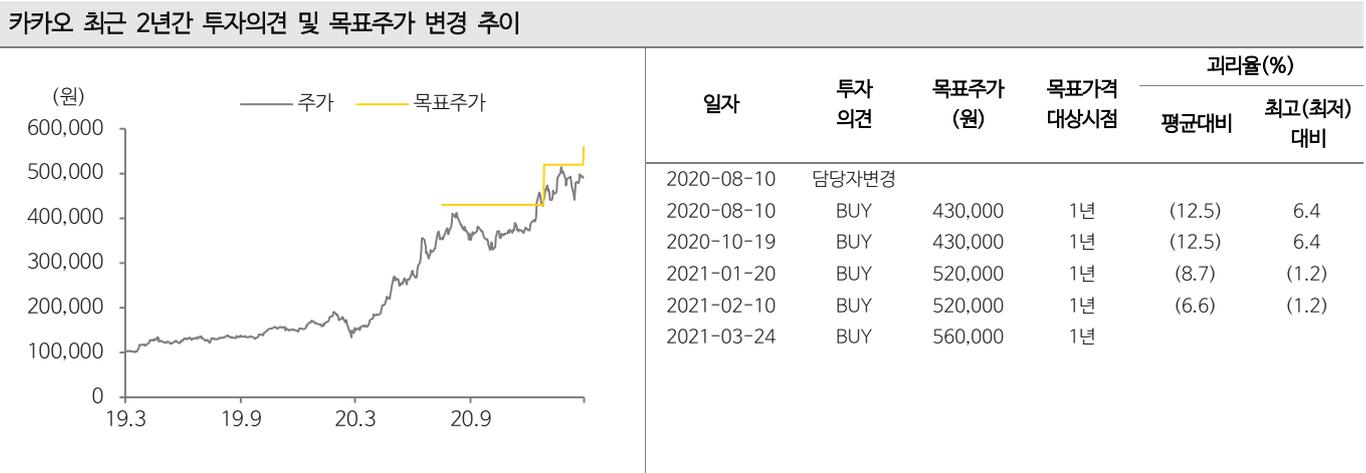
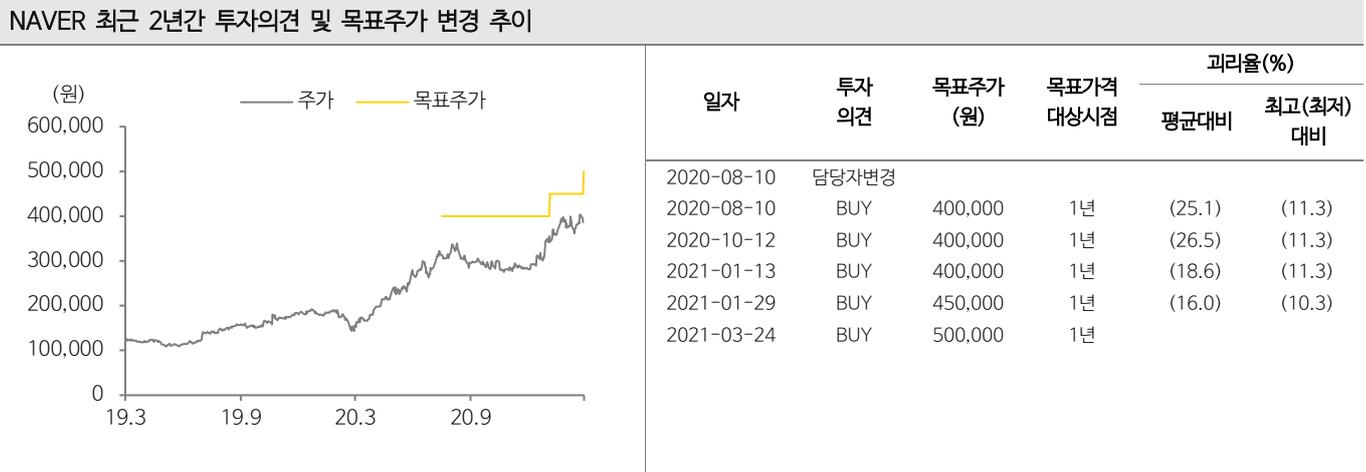
손익계산서

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,070.1	4,156.8	5,828.7	7,102.2	8,293.8
증가율 (Y-Y,%)	27.0	35.4	40.2	21.8	16.8
영업이익	206.8	456.0	794.2	1,254.7	1,645.3
증가율 (Y-Y,%)	183.5	120.5	74.2	58.0	31.1
EBITDA	425.6	744.2	1,080.8	1,559.6	1,979.3
영업외손익	(441.0)	(41.6)	103.4	(2.7)	47.3
순이자수익	20.2	143.4	123.4	(62.7)	(62.7)
외화관련손익	13.2	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	8.7	23.7	43.7	63.7
세전계속사업손익	(234.3)	414.4	897.6	1,252.0	1,692.6
당기순이익	(341.9)	173.5	555.3	899.8	1,385.6
지배기업당기순이익	(301.0)	155.6	498.5	807.7	1,243.9
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	220.1	62.0	54.0
NOPLAT	149.9	190.9	491.4	901.7	1,346.9
(+) Dep	218.8	288.2	286.6	304.9	334.1
(-) 운전자본투자	(490.3)	33.3	(38.0)	(0.2)	(225.7)
(-) Capex	106.4	144.0	201.9	246.1	287.3
OpFCF	752.6	301.8	614.0	960.8	1,619.4
3Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.0	28.2	34.1	32.3	25.9
영업이익증가율(3Yr)	21.2	40.2	121.6	82.4	53.4
EBITDA증가율(3Yr)	22.8	36.1	73.2	54.2	38.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	11.5	227.0	n/a	99.9
영업이익률(%)	6.7	11.0	13.6	17.7	19.8
EBITDA마진(%)	13.9	17.9	18.5	22.0	23.9
순이익률(%)	(11.1)	4.2	9.5	12.7	16.7

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	(3,590)	1,805	5,782	9,369	14,428
BPS	60,609	62,484	68,131	77,355	91,628
DPS	127	135	145	155	(490)
Multiples(x,%)					
PER	(42.8)	271.7	85.1	52.5	34.1
PBR	2.5	7.9	7.2	6.4	5.4
EV/ EBITDA	27.8	55.6	40.1	27.9	21.7
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.0	n/a
PCR	28.0	219.0	101.8	52.3	33.1
PSR	4.2	10.2	7.3	6.0	5.1
재무건전성 (%)					
부채비율	52.2	50.3	49.6	46.7	42.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	116.3	94.7	71.2	69.2	82.3
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	20.0	26.3
이자비용/매출액	0.4	1.7	1.2	1.0	0.9
자산구조					
투자자본(%)	41.3	42.5	42.5	41.2	36.7
현금+투자자산(%)	58.7	57.5	57.5	58.8	63.3
자본구조					
차입금(%)	12.0	9.6	7.8	6.6	5.7
자기자본(%)	88.0	90.4	92.2	93.4	94.3

투자의견 및 목표주가 변경 추이



Compliance Notice

- 당사는 카카오의 계열사입니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업 (향후 12개월 기준)	매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상 중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
산업 (향후 12개월 기준)	비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립(Neutral) : 업종지수 상승률이 시장수익률 수준 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(Buy)	중립(Hold)	매도(Sell)
95.7%	4.3%	0.0%

투자등급 비율 (기준일: 2020.12.31)