

2017. 8. 31



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**  
02. 6098-6678  
donghee.kim@meritz.co.kr

Analyst **은경완**  
02. 6098-6653  
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

**적정주가 (12개월)** 150,000 원  
**현재주가 (8.30)** 122,000 원  
**상승여력** 23.0%

KOSPI	2,372.29pt
시가총액	82,693억원
발행주식수	6,778만주
유동주식비율	55.69%
외국인비중	25.45%
52주 최고/최저가	122,000원 / 71,300원
평균거래대금	767.6억원

주요주주(%)

김범수(외33인)	44.30
MAXIMO PTE. LTD.	8.26
David Kim	0.02

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	9.91	42.86	52.50
상대주가	14.32	27.88	52.42

주가그래프



# 카카오 035720

## 불편함이 세상을 바꾼다

- ✓ 카카오게임즈에서 카카오페이, 카카오뱅크, 포도트리 등 자회사 가치 재평가
- ✓ 카카오의 지배구조 재편, 어디까지 진행될까?
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 15만원으로 상향, 카카오게임즈의 가치 재평가 반영
- ✓ 인터넷업종 Top Pick으로 추천

### 카카오의 '변신'에 주목

2017년 우리의 삶은 모바일 플랫폼을 매개로 빠르게 변화하고 있고, 그 중심에 카카오가 존재한다. 카카오뱅크는 금융의 패러다임을, 카카오게임즈는 모바일게임의 프레임을 변화시키고 있으며, 카카오페이는 결제, 송금, 멤버십을 연결시키고 오프라인 결제문화를 새롭게 만들어 나갈 예정이다.

### 지배구조의 재편

올해 카카오는 비효율 계열사의 정리, 복잡한 지배구조의 재편 작업을 본격화하고 있다. 중장기적으로 카카오 본사는 광고 비즈니스에 특화되고, 그외 신규사업은 자회사로 독립, 분할, 상장으로 가는 성장전략을 선택한다. 현재 카카오 주요 자회사들의 가치는 약 4.7조원으로 현재 카카오의 시가총액 8조원 대비 60% 비중에 육박한다. 이는 카카오페이(6,000억원), 카카오 모빌리티(1.6조원), 카카오게임즈(1.2조원), 카카오뱅크(8,000억원), 포도트리(5,000억원)가 감안된 수치이다. 2017년은 카카오 기업가치의 재평가 원년으로 투자자들은 카카오 신규비즈니스의 성장과 지배구조 재편을 통한 리레이팅에 적극 비중확대에 나서야 한다.

### 이익 성장성에 투자!

카카오의 3년간 EPS 연평균 성장률은 42.4%로 글로벌 동종업종 평균 28.2% 대비 높은 수준이다. 카카오-다음 합병 이후 과도기의 실적 부진을 회복하고 있으며, 본업인 광고 매출 턴어라운드와 함께 신규사업(페이, 모빌리티, بانک 등)의 성과가 가시화되고 있다는 점에서 이익 성장 잠재력은 풍부하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	932.2	88.6	75.7	1,269	-79.2	12,145	91.2	9.5	39.3	3.0	23.3
2016	1,464.2	116.1	57.7	874	-31.2	28,422	88.1	2.7	24.3	1.9	48.1
2017E	1,912.7	186.4	122.7	1,811	107.3	28,014	67.4	4.4	23.0	3.4	45.3
2018E	2,190.4	251.6	149.5	2,206	21.8	31,037	55.3	3.9	20.0	4.0	42.9
2019E	2,367.7	308.8	193.1	2,849	29.2	34,488	42.8	3.5	18.1	5.0	41.6



# Contents

- 1. Prologue** **3**
  - 카카오 - '불편함이 세상을 바꾼다' 3
  - Valuation 3
  
- 2. 플랫폼 빅뱅** **5**
  - 지배구조의 재편 - 김범수 의장의 영향력 강화 5
  - 카카오게임즈 - 카카오게임하기가 IPO 된다면? 6
  - 포도트리 - 카카오페이지 운영 11
  - 카카오뱅크 - 인터넷은행 전성시대 13
  - 카카오모빌리티 - '카카오택시'의 수익화 21
  - 카카오페이 - '알리페이'와 글로벌로 24
  - 카카오프렌즈 - IP 비즈니스의 힘 26
  
- 3. 이익성장성에 Bet!** **27**

## Prologue

### 카카오 - '불편함이 세상을 바꾼다'

“불편함이 세상을 바꾼다”

#### 카카오의 변신

편안하고 안락한 삶에서는 아무것도 바뀌지 않고 바뀔 이유를 찾지 못하기에 언제나 그랬듯이 세상을 바꾸는 힘은 편리함에서 나오는 것이 아니라 불편함에서 나온다.

2017년 카카오는 뱅크를 통해 금융의 패러다임을 바꾸고, 카카오게임즈는 모바일 게임의 프레임을 변화시키고 있고, 카카오페이는 결제, 송금, 멤버십을 연결시키고 오프라인 결제문화를 새롭게 만들어갈 예정이다. 2017년 우리의 삶은 모바일 플랫폼을 매개로 빠르게 변화하고 있고 그 중심에는 카카오가 존재한다.

#### Valuation

#### 인터넷 업종 Top Pick 투자의견 Buy, TP 15만원 제시

카카오톡 플랫폼이 빠르게 진화, 성장하고 있다. 과거 카카오톡 이용자들이 이모티콘, 게임, 플러스친구의 광고 정도를 보았다면, 이제는 결제에서 뱅크까지, 그리고 모빌리티의 진화를 경험하게 되었다. 이에 따라 카카오 플랫폼의 가치도 카카오페이, 뱅크, 게임즈, 모빌리티로 확장되고 있다. 투자자들은 이러한 변화를 카카오에 대한 비중확대의 기회로 적극 활용해야 한다.

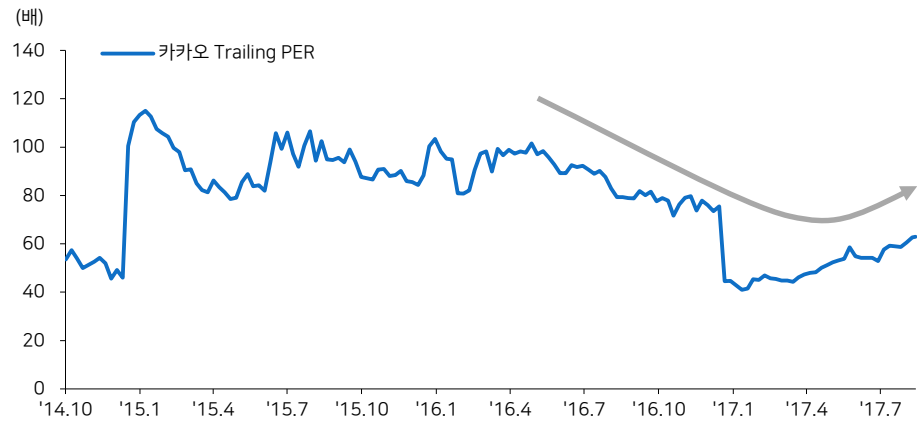
당사는 이러한 카카오 플랫폼 빅뱅을 반영하여 동사에 대한 적정주가를 기존 13만원에서 15만원으로 상향 제시하는데 이는 인당가치를 기존 10만원대비 20% 상향한 것과, 2018년 상반기 구체화될 카카오게임즈의 IPO 등을 밸류에이션에 반영한 결과이다.

표1 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

	내용 (십억원)	비고
<b>카카오톡 가치</b>	<b>5,160.0</b>	
MAU(만명)	4,300.0	
MAU 당 가치(원)	120,000.0	
<b>자회사 가치</b>	<b>4,394.4</b>	
로엔	1,680.8	지분율 76.4%, 시가총액 2.2조원
카카오페이	366.0	지분율 61.0%, 6,000억원 가정
카카오게임즈	880.0	지분율 80.0%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,124.7	지분율 69.0%, 1.6조원 가정
카카오페이지	288.0	지분율 57.6%, 5,000억원 가정
기타 자회사	430.0	
<b>순현금</b>	<b>132.1</b>	
<b>NAV (Net Asset Value)</b>	<b>10,306.5</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>150,000</b>	
현주가(원)	122,000	
상승여력(%)	23.0	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 카카오의 역사적 PER 추이 - 상장 이후 3년간 De-rating, 이제 재평가 시점



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

## 플랫폼빅뱅

### 한국의 '알파벳'

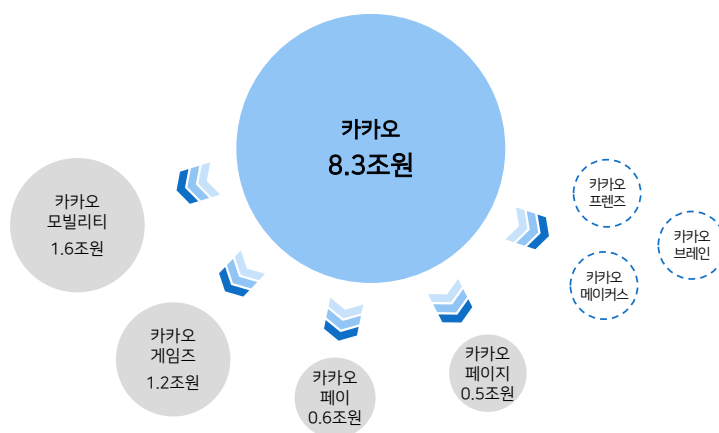
#### 지배구조의 재편 - 김범수 의장의 영향력 강화

2017년 카카오는 비효율 계열사의 정리 및 복잡한 지배구조의 재편작업을 본격화하고 있다. 카카오 주요 자회사들의 가치는 카카오페이(6,000억원), 카카오 모빌리티(1.6조원), 카카오게임즈(1.2조원), 카카오뱅크(8,000억원), 포도트리(5,000억원)까지 약 4.7조원이다. 현재 카카오의 시가총액 8조원 대비 60% 비중에 육박한다. 올해는 카카오의 기업가치 재평가 원년으로 투자자들은 2017~2018년 카카오 자회사들의 성장과 지배구조 재편을 통한 리레이팅을 대비한 적극적 비중 확대에 나서야 한다.

카카오는 주요 사업부문을 잇달아 자회사로 떼어내는 등 지배구조 개편에 속도를 내고 있다. 2017년 카카오에는 11개의 종속기업이 새롭게 연결대상 기업에 포함되었는데, 대부분 카카오가 기존 사업부문을 분할해 신규 설립한 자회사이다. 카카오 본사에는 모바일 메신저 사업(광고, 이모티콘) 등만 남기고 게임, 웹툰, 페이지 등을 연이어 분사시키고 있다. 2015년 캐릭터사업을 담당하는 카카오프렌즈 분사를 시작으로 카카오브레인(인공지능), 카카오메이커스(공동 주문생산), 카카오페이(간편결제), 카카오모빌리티(교통 O2O) 등을 자회사로 독립시켰다. 2017년 8월에는 게임사업부문을 자회사 카카오게임즈로 통합하겠다고 발표하였으며, 중간지주사 카카오게임즈홀딩스를 흡수합병하였다.

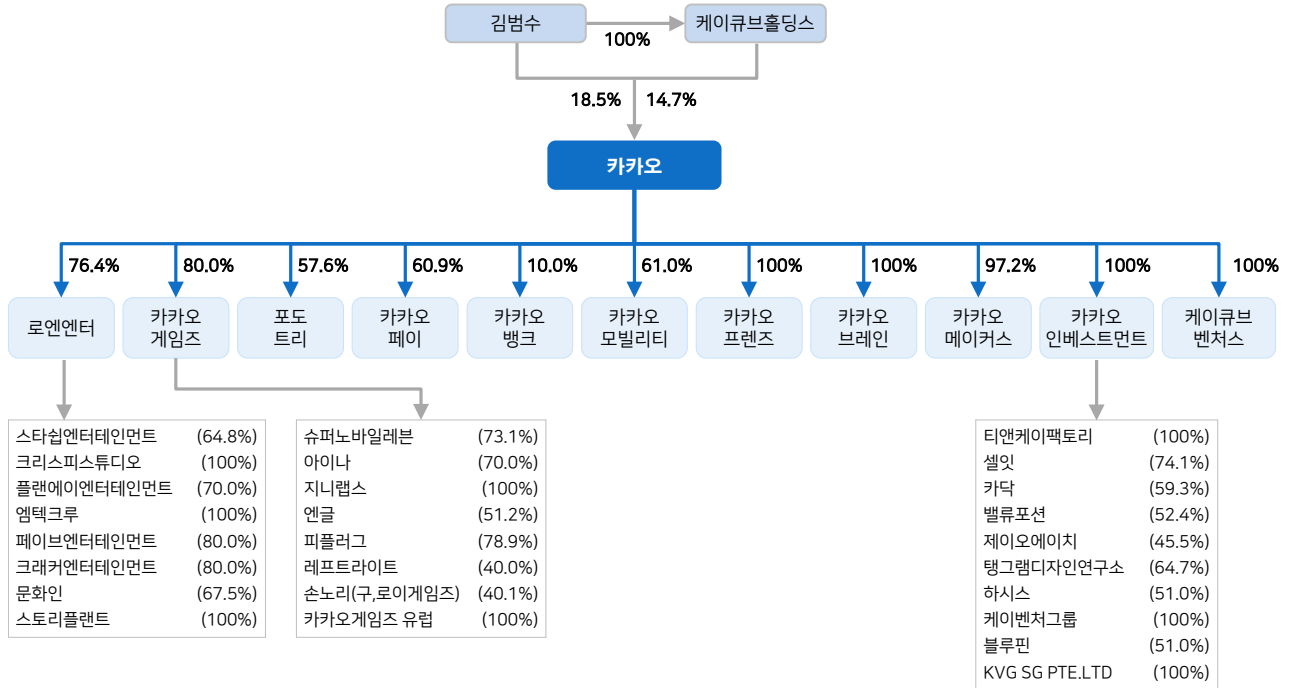
카카오의 지배구조 재편 이유는 1) 사업별로 신속한 의사결정 체계 구축과 전문성과 경쟁력을 키우기 위함이며, 2) 외부투자 유치를 통해 여유자금 확보, 재무건전성 개선 등에 나설 수 있으며, 3) 자회사의 기업가치 부각이 궁극적으로는 카카오의 재평가로 이어질수 있다는 점 등에 기인한다.

그림2 카카오 플랫폼 빅뱅



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 카카오 지배구조



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

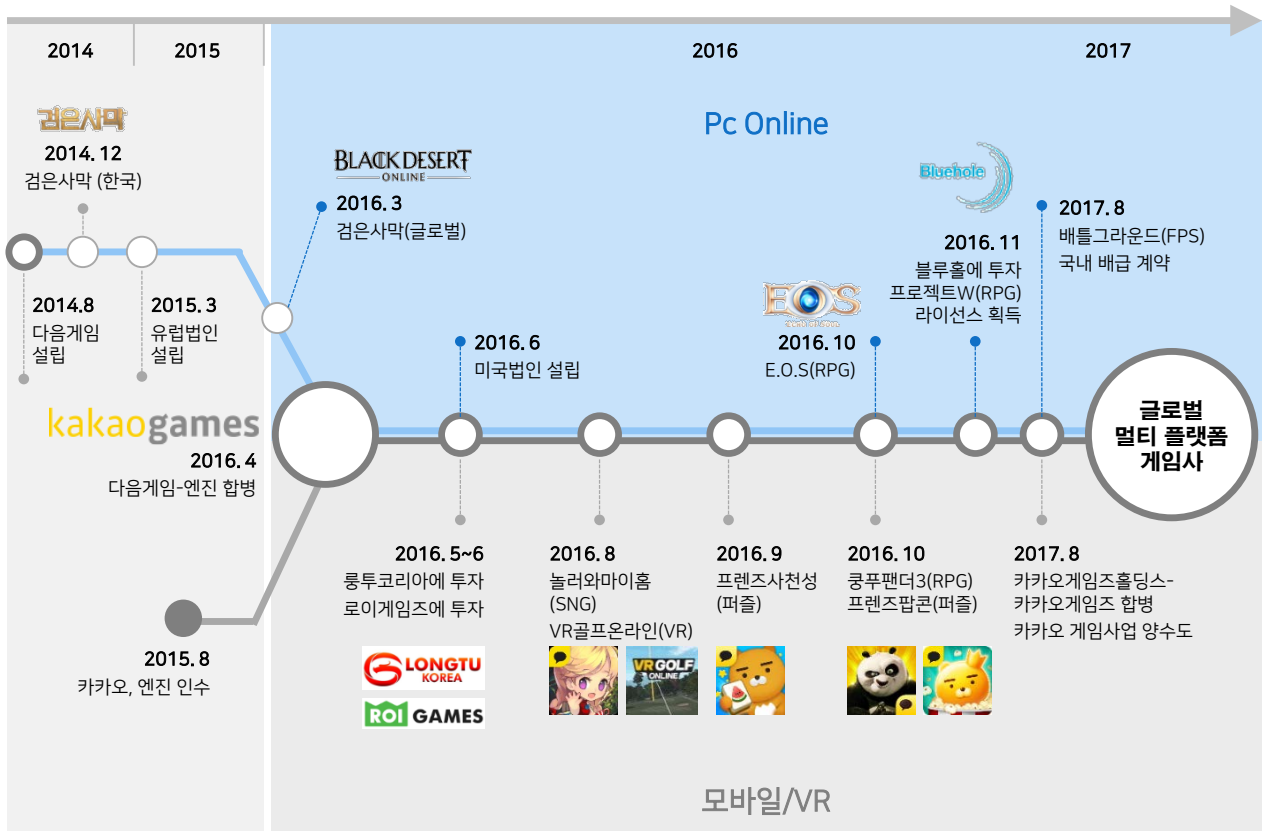
**카카오게임즈 카카오게임하기가 IPO 된다면?**

카카오게임즈, 카카오 계열사  
중에서 첫 IPO

카카오게임즈는 2014년 8월 다음게임 설립이 모태가 되었으며, 2014년 12월 '검은사막'의 국내 서비스를 통해 한단계 도약한다. 2015년 7월 남궁훈 대표가 취임, 8월 (주)엔진과의 합병을 통해 현재 카카오게임즈의 모습이 만들어지게 된다. 2016년 룡투코리아, 로이게임즈 등에 지분투자, 8월에는 '놀러와마이홈', 10월 'EOS', '쿵푸팬더3', '프렌즈팝콘' 등을 서비스한다. 2016년 11월에는 개발사 '블루홀'에 지분투자, '프로젝트W'의 국내 서비스 판권 확보하고 2017년 8월에는 블루홀의 히트게임 '배틀그라운드'의 국내 배급 계약을 체결한다.

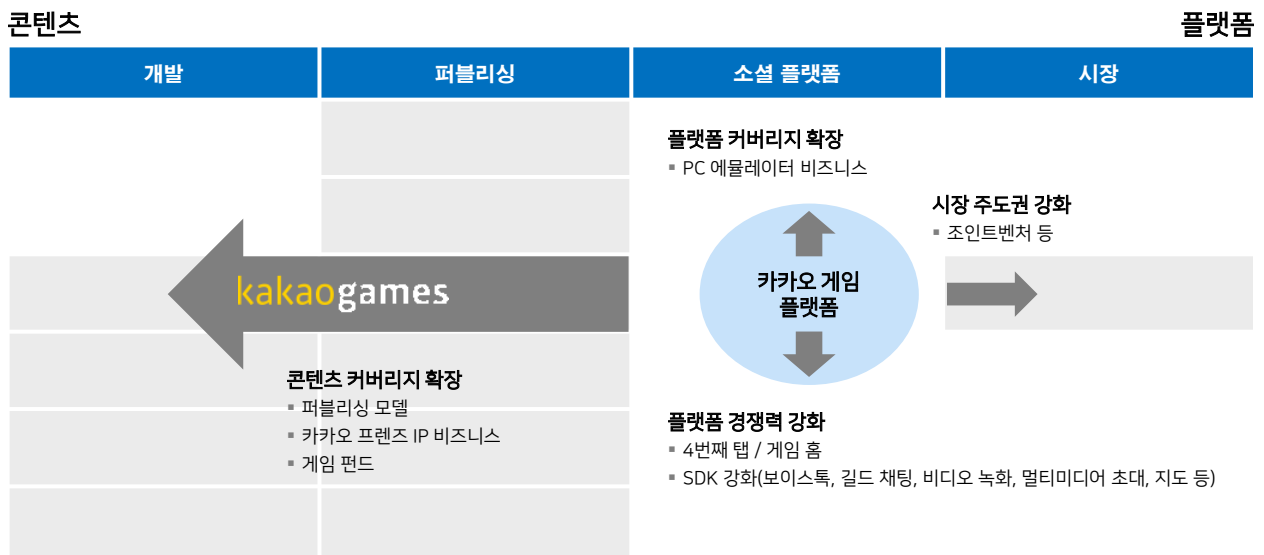
카카오게임즈에 주목하는 이유는 1) 카카오 계열사 중에서 상장을 준비하는 첫 회사이며, 2) 카카오게임즈는 플랫폼(카카오톡)에서 퍼블리싱, 개발까지 아우르는 게임사로, 3) NHN의 창립멤버인 국내 게임업계 1세대, '남궁훈'대표가 주도하고 있어 게임소싱, 투자, 네트워크에 있어 강점이 존재한다.

그림4 카카오 게임즈가 걸어온 길



자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 카카오게임즈 : 플랫폼에서 콘텐츠까지 아우르는 전천후 player



자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

대표게임은 '검은사막', '프렌즈 팝콘' 등 '대작과 프렌즈 IP 게임'

카카오게임즈의 대표작은 '검은사막'(국내/북미/유럽 서비스)으로 2017년 7월 기준 누적 매출액 3,370억원 기록, 캐쉬카우 역할을 해주었다. 동사의 모바일게임 전략은 2가지로 1) '대작' 중심의 퍼블리싱, 2) '카카오프렌즈' IP 기반의 캐주얼게임이다. '프렌즈팝콘'은 출시 이후 양대마켓에서 매출순위 10위 이내를 기록하며 양호한 성과를 시현하였다. 카카오는 현재 '프렌즈'IP 기반의 디펜스, 레이싱, 마블, 올림픽 게임 등을 개발 중에 있다.

또한, 카카오게임즈는 개발사에 적극적 투자를 진행하고 있으며 2017년까지 국내 게임사 15곳에 477억원을 투자, 모회사 카카오의 투자까지 22개 게임사에 약 700억원 규모로 투자하였다. 2016년 11월 블루홀에도 투자하였으며 이를 통해 기대 타이틀인 '프로젝트W'와 '배틀그라운드'의 국내 서비스 권한을 확보하였다.

구분	PC온라인	모바일/VR
국내	<b>퍼블리싱, daum.net 채널링(제한적)</b> - 검은사막(RPG/떨어비스) (출시됨) - E.O.S(RPG/미스터블루) (출시됨) - RF온라인(RPG/CCR) (출시됨)	<b>퍼블리싱</b> - 쿵푸팬더3(RPG/넷이즈) (출시됨) - 프렌즈사천성(퍼즐/넵툰) (출시됨) - 얼티메이트 테니스(스포츠/9M인터랙티브) (출시됨) - O.N.E(RPG/코어크리에이티브) (출시됨) - 스타나이트(아케이드/레프트라이트) (출시됨) - 프렌즈마블(보드/원더피플) - 프렌즈레이싱(아케이드/로이게임즈) - 오버로드(RPG/코코모) - 원티드킬러(FPS/인챈트인터랙티브) (출시됨) - 뉴본(RPG/솔트랩) - 프렌즈레인저스(디펜스) - VR 골프 온라인(VR/마음골프) (출시됨) - 화이트데이(VR/로이게임즈)
해외	<b>퍼블리싱</b> - 검은사막(RPG/떨어비스) (출시됨) - 프로젝트W(RPG/블루홀) - 플레이어언노운스 배틀그라운드(FPS/블루홀)	<b>스튜디오(개발)</b> - 놀러와마이홈(SNG) (출시됨) - 프렌즈팝콘(퍼즐) (출시됨) - 에잇킹덤즈(전략) - 로스트하바나(RPG) - 카지노월드챔피언십(TV/카지노) (출시됨)

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권리서치센터

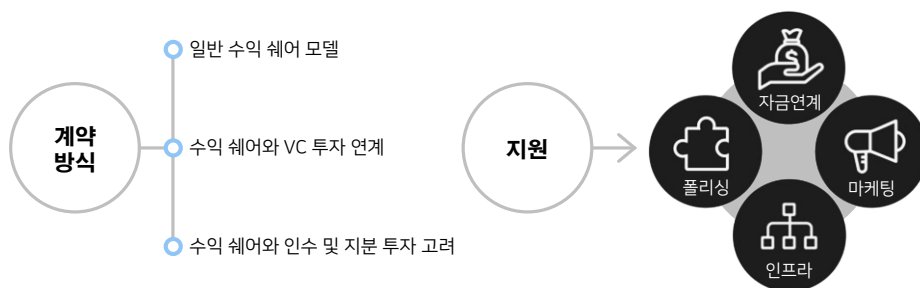


**표3 카카오의 게임 투자현황**

투자 기업	투자 대상 기업	비고
<b>카카오게임즈</b> (총 477억원)	루노소프트	디즈니 IP 활용 해외 론칭 경험
	피플러그	'로스트 하바나 for Kakao' 카카오게임 S 출시 예정
	레프트라이트	전세계 15개국 17개 앱장터 유료게임 1위(*스타나이트) 인디 개발사
	슈퍼노바일레븐	'놀러와 마이홈 for Kakao' 개발 등
	로이게임즈	'화이트데이' 모바일/콘솔/VR게임 및 '미생' 웹툰 IP 모바일게임 개발 중
	룽투코리아	전략적 협력 관계 구축, 다수의 모바일게임 라인업 확보 예정
	와이디온라인	노블레스, 외모지상주의, 프리스톤테일 모바일게임 퍼블리싱
	블루홀	대형 PC MMORPG '프로젝트W' 북미/유럽 퍼블리싱 예정
<b>카카오 성장나눔펀드</b> (w케이큐브벤처스) (총 204억원)	넵툰	신규 '프렌즈 게임' 2종 외 카카오게임 플랫폼 런칭 전략적 제휴
	코코모	모바일 RPG '오버로드' 개발 중
	V8	모바일 SNG 개발 중
	시프트업	2016년 하반기 최대 흥행작 '데스티니차일드 for Kakao' 개발
	솔트랩	모바일 TPS '뉴본' 카카오게임 S 출시 예정
	playsnak	VR 게임 개발사
	핀콘	'헬로히어로' IP 활용 게임 개발 중
	EVR스튜디오	VR 게임 개발사
<b>카카오(총 25억원)</b>	와이디온라인	카카오게임즈와 함께 와이디온라인 공동 지분 투자
<b>합계</b>	<b>총 706억원</b>	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림6 카카오게임즈 - 개발사에 다양한 퍼블리싱 모델 제공**



자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 카카오의 게임 퍼블리싱 히스토리

퍼블리싱	게임명	출시일
자체배급(퍼블리싱)	ONE for Kakao	2016년 06월 03일
	놀러와 마이홈 for Kakao	2016년 08월 04일
	쿵푸팬더3 for Kakao	2016년 10월 18일
	원티드킬러 for Kakao	2017년 4월 18일
	음양사 for Kakao	2017년 8월 1일
공동배급	아이러브니키 for Kakao	2016년 7월 5일(파티게임즈 공동 서비스)
	모두의 퍼즐렛 for Kakao	2016년 9월 7일(넷마블게임즈 공동 서비스 전환)
	의천도룡기 for Kakao	2017년 2월 28일(4:33 공동 서비스)
	여명 for Kakao	2017년 3월 14일(라인콩코리아 공동 서비스)
	로드오브다이스 for Kakao	2017년 4월 11일(엔젤게임즈 공동 서비스 전환)
자체 배급 출시 예정작	로스트 하바나 for Kakao	2017년 3분기 예정
	에잇킹덤즈 for Kakao	연내 예정
	블레이드2 for Kakao	연내 예정(4:33 공동 서비스)

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

적정 기업가치는 1.1 조원

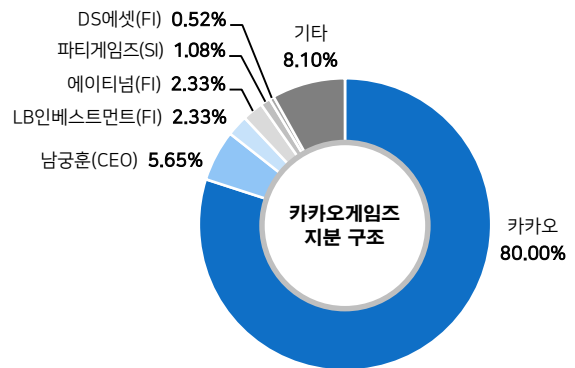
카카오게임즈의 2018년 매출액과 영업이익은 각각 3,700억원(+138.7% YoY), 1,110억원(+258.1% YoY)으로 추정한다. 큰 폭의 성장이 가능한 이유는 1) 2017년 8월 카카오게임의 퍼블리싱 사업을 양수도해왔으며, 2) '검은사막', '에오스'에 이어 '배틀그라운드'까지 PC게임의 호조세가 기대되고, 3) 모바일게임 역시 적극적 퍼블리싱 전략을 통해 '음양사'가 국내 매출 순위 5위권 이내를 기록하며 좋은 성과를 달성하고 있다. 예상 기업가치는 2017년과 2018년 예상 순이익 평균 대비 적정 PER 20배를 적용한 값이다.

표5 카카오게임즈 실적 추정

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>0.8</b>	<b>101.3</b>	<b>155.0</b>	<b>370.0</b>
온라인			85.0	170.0
모바일			70.0	200.0
<b>영업이익</b>	<b>-5.5</b>	<b>10.1</b>	<b>31.0</b>	<b>111.0</b>
영업이익률(%)	-723.0	10.0	20.0	30.0
<b>순이익</b>	<b>-9.9</b>	<b>5.7</b>	<b>24.2</b>	<b>86.6</b>
<b>적정PER(배)</b>			<b>20.0</b>	<b>20.0</b>
<b>기업가치</b>			<b>483.6</b>	<b>1,731.6</b>
<b>Avg. 적정 기업가치(17~18E)</b>				<b>1,107.6</b>

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 카카오게임즈 지분 구조 - 카카오 80%, 남궁훈 대표 5.7% 보유



주: 2017년 11월 1일자 기준

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터



그림8 '프렌즈 디펜스'  
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터



그림9 '프렌즈 레이싱'  
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터



그림10 '프렌즈 마블'  
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터



그림11 '프렌즈 올림픽'  
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

**포도트리 카카오페이지 운영**

**웹툰, 웹소설 플랫폼**

포도트리는 2010년 7월 20일 설립되었으며, 웹툰/웹소설 전문 콘텐츠 플랫폼이다. 포도트리는 과거 교육용 콘텐츠를 제작, 판매하기도 하였으나 2015년 카카오에 피인수된 후 카카오페이지를 운영, 관리하고 있다. 카카오페이지의 연간 거래액 규모는 2015년 500억원에서 2016년 1,000억원 → 2017년 2,000억원으로 매해 100%의 성장을 시현하고 있다. 카카오페이지의 인기에는 '기다리면 무료'라는 결제방식도 주요했는데 콘텐츠의 초반 회는 무료로 제공하고, 이후 회부터는 일정 시간이 지나야 무료로 제공하는 방식이다.

2016년 매출액은 640억원, 영업이익은 5억원으로 영업이익률은 0.78%를 기록하였다. 영업비용 중에서 콘텐츠 사용료(313억원), 위탁판매 수수료(170억원) 등이 상당한 비중을 차지하며, 실제 콘텐츠 판매액의 90% 이상이 작가에게 지급되어 수익배분 비율이 낮고, 아직 서비스 되지 않은 작품에 대한 투자까지 진행되어 이익률이 낮다.

2017년 카카오페이지 거래액은 2,000억원, 매출액 955억원, 영업이익 39억원(영업이익률 4.0%)으로 예상된다. 2017년 5월부터 동사는 '캐시프렌즈'라는 광고 플랫폼을 론칭하며 안정적 수익확보에 나서고 있다. 또한 '박보검'을 모델로 TV광고에 나서는 등 마케팅을 강화하고 있다.

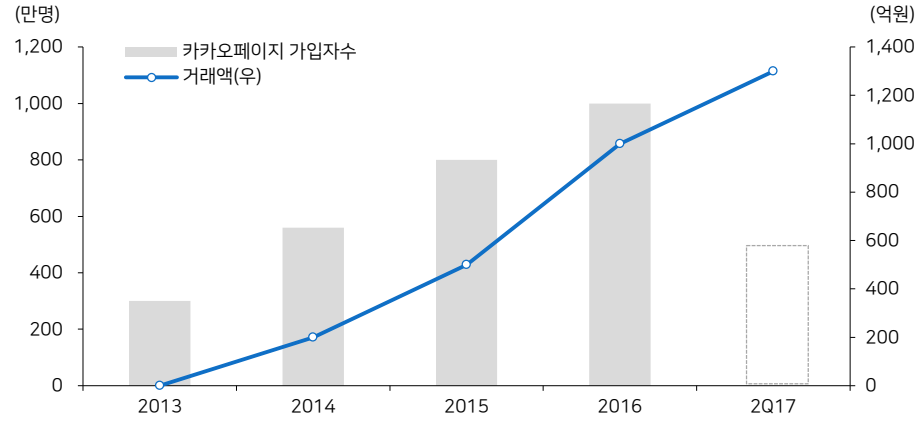
카카오페이지의 적정가치는 2016년말 앵커에쿼티로부터 1,250억원 투자를 받으며 5천억원의 기업가치 평가를 받은 바 있다. 2017년에도 거래액 규모가 100% 성장하고 있으며 광고 수익까지 가시화되어 이익률 제고된다면 기업가치는 지속 재평가받을 수 있다.

**표6 카카오페이지 손익계산서**

(십억원)	2015	2016	2017E
거래액	50.0	100.0	200.0
영업수익	30.1	64.0	95.5
영업비용	30.7	63.5	91.6
영업이익	-0.5	0.5	3.9
영업이익률(%)	-1.8	0.8	4.0
세전이익	-2.5	-3.4	1.6
당기순이익	-2.5	-3.4	1.4

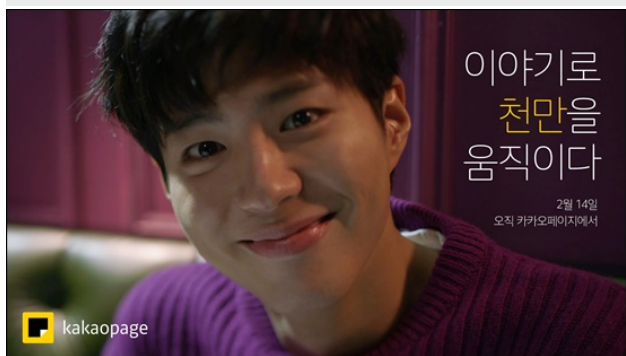
자료: 포도트리, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림12 카카오페이지 가입자수와 거래액 추이**



자료: 포도트리, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림13 카카오페이지, 가입자수 1천만 돌파**



자료: 카카오페이지, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림14 광고 플랫폼, 캐시프렌즈**



자료: 카카오페이지, 메리츠증권증권 리서치센터

**카카오뱅크 인터넷은행 전성시대**

**출범 한달의 성과**

지난 7월 27일 카카오뱅크는 정식출범 한달만에 가입고객수 307만명, 수신 1조 9,580억원, 여신 1조 4,090억원을 기록하였다. 케이뱅크가 영업 3개월 동안 얻은 성과의 3배 이상을 3분의 1 이상 빠른 속도로 달성하였다. 카카오뱅크의 성공은 1) 카카오 플랫폼의 집객력을 확인시켜주었고, 2) 모바일 금융에 대한 풍부한 시장의 수요를 확인할 수 있었다는 측면에서 중요하다.

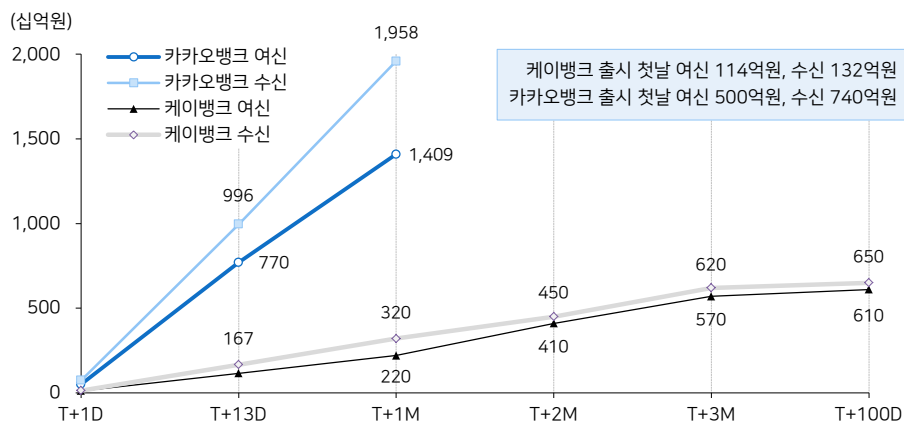
**예대마진보다는 Credit 관리에 주력할 것**

2017년 카카오뱅크의 총대출과 총수신은 각각 2.5조원, 3.1조원으로 추정, 예대마진 약 2.0~2.5%, Credit Cost 0.3~0.4%, 예대율 80% 가정시 손익 분기점을 위한 대출자산 규모는 약 6조원으로 추정한다. 3년간 발생할 영업적자에 대한 부담은 5천억원의 추가 증자(9월 5일 납입예정)를 통해 해결 가능하며, BIS 자기자본비율 준수 또한 무리가 없어 보인다. 카카오뱅크는 예대마진을 고수하기 보다는 브랜드 이미지 및 리스크 관리에 중점을 두어 신용등급 상위 고객 위주의 영업을 펼칠 것으로 판단된다.

**영업 초기 적자는 불가피 해외 사례도 평균 3~5년 소요**

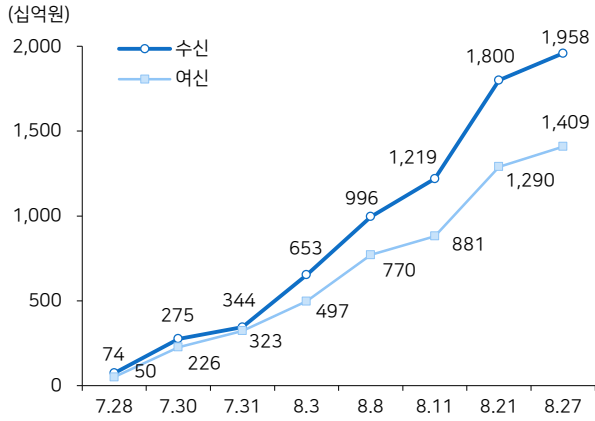
문제는 수익성이다. 고객 기반 확보 및 브랜드 인지도 상승을 위한 공격적인 여·수신 전략을 펼치고 있으나, 1) 낮은 자본 규모와 비대면(취급여신)의 한계, 2) IT 비용 등 초기 판관비 집행, 3) 취약한 비이자이익 부문 이익기여도 등을 감안시 초기 적자는 불가피하다. 실제 해외 인터넷전문은행의 경우도 출범 후 흑자전환까지 평균적으로 약 3~5년의 시간이 소요되었다.

**그림15 카카오, 케이뱅크보다 빠르다**



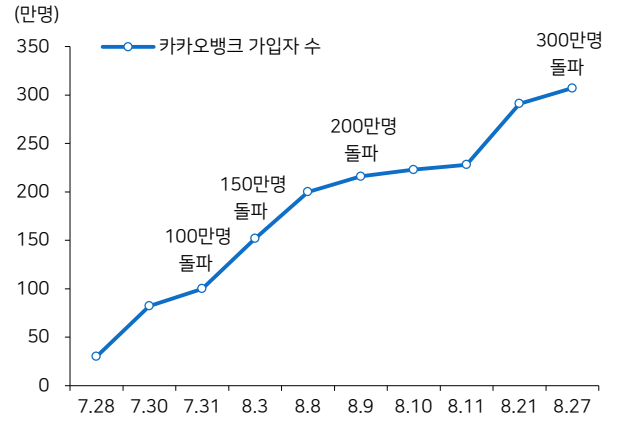
자료: 카카오뱅크, 케이뱅크, 메리츠증권리서치센터

그림16 카카오뱅크 여·수신 규모



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 카카오뱅크 고객 수



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 손익 추정을 위한 주요 가정

(억원)	T	T+1	T+2	T+3
<b>총 대출</b>	<b>25,000</b>	<b>38,000</b>	<b>50,000</b>	<b>60,000</b>
대출금리	3.6	3.8	3.9	4.0
<b>총 수신</b>	<b>31,250</b>	<b>47,500</b>	<b>62,500</b>	<b>75,000</b>
예금금리	1.5	1.6	1.7	1.7
<b>예대마진</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>
<b>예대출</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
<b>Credit cost</b>	<b>0.35</b>	<b>0.37</b>	<b>0.40</b>	<b>0.42</b>
BIS Ratio (%)	30.1%	19.1%	14.3%	12.1%
자기자본	7,534	7,263	7,160	7,258

주: 당사 금융 애널리스트 추정치  
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 카카오뱅크 요약 손익계산서

(억원)	T	T+1	T+2	T+3
<b>순이자이익</b>	<b>431</b>	<b>708</b>	<b>939</b>	<b>1,187</b>
이자이익	900	1,444	1,970	2,424
이자비용	469	736	1,031	1,238
기타비이자이익	65	106	141	178
<b>총영업이익</b>	<b>496</b>	<b>814</b>	<b>1,080</b>	<b>1,364</b>
판관비	1,006	1,033	999	987
총전이익	-510	-219	80	378
총당금	88	141	200	252
<b>영업이익</b>	<b>-598</b>	<b>-359</b>	<b>-120</b>	<b>98</b>

주: 당사 금융 애널리스트 추정치  
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터



### 평가는 시기상조

#### 카카오뱅크의 가치

현재시점에서 카카오뱅크의 적정가치를 논하기 어렵다. 1) 자기자본 8,000억원 대비 카카오의 지분율(10%)은 낮아 통상적인 은행업의 Book-Value 밸류에이션도 적절치 않으며, 2) 미국의 Lending Club, OnDeck Capital 등이 상장시점에 받았던 누적대출총액 대비 1~2배의 기업가치 Valuation도 합리적이지는 않다.

왜냐하면 렌딩클럽의 시가총액은 2014년 상장 시점에 10조원을 상회하였으나, 2017년 현재는 2.6조원으로 4분의 1 수준으로 하락(누적대출금액은 약 24조원) 하였고 영업적자는 확대되고 있어 밸류에이션이 불가능하기 때문이다.

연내 '인터넷은행 특례법' 통과시 카카오의 지분율이 34% 수준으로 확대될 경우 본격 밸류에이션 반영 가능하다고 판단된다. 8월 현재 국회에는 은산분리와 관련된 법안이 총 5건(은행법 2건, 인터넷전문은행 특례법 3건)이 계류되어 있으며 인터넷은행에 한해 지분제한을 풀어주자는 특례법 통과는 가능하다고 판단한다.

#### 글로벌 인터넷금융의 프리미엄 -평균 PBR 2.1 배 수준

참고로 글로벌 인터넷 기반 금융업의 평균 PER과 PBR은 각각 21.6배, 2.1배로 전통 금융업 대비 많은 프리미엄을 부여받고 있다. 모바일 메신저 기반의 금융업은 중국 마이뱅크, 위뱅크가 유일하나 비상장기업으로 직접적 비교는 어려운 상황이다. 한편 중국의 마이뱅크, 위뱅크의 경우 출범 2년만에 흑자전환하였지만 중국의 금융 상황과 한국의 경우가 매우 다르기 때문에 비교하기 어렵다. 카카오뱅크의 성공은 국내 인터넷 플랫폼의 한단계 레벨업 여부를 결정짓는 중요한 잣대가 될 것이다.

표9 글로벌 상장된 인터넷금융사의 밸류에이션 - 평균 PBR 2.1배

Company	주가 (달러)	시가총액 (백만달러)	2017E 매출 (백만달러)	2017E EPS (달러)	2017E BPS (달러)	시가총액/매출 (배)	2017E Price/EPS (배)	2017E Price/Book Value (배)
Lending Club	6.5	2,653.5	596.1	-0.2	3.2	4.5	N/A	2.0
OnDeck Capital	5.0	366.4	349.3	-0.2	3.6	1.0	N/A	1.4
Charles Schwab	39.8	53,243.4	8,636.4	1.6	12.3	6.2	24.7	3.2
E-trade Financial	41.1	11,282.3	2,327.8	2.2	25.6	4.8	18.4	1.6
평균	23.1	16,886.4	2,977.4	0.9	11.2	4.1	21.6	2.1

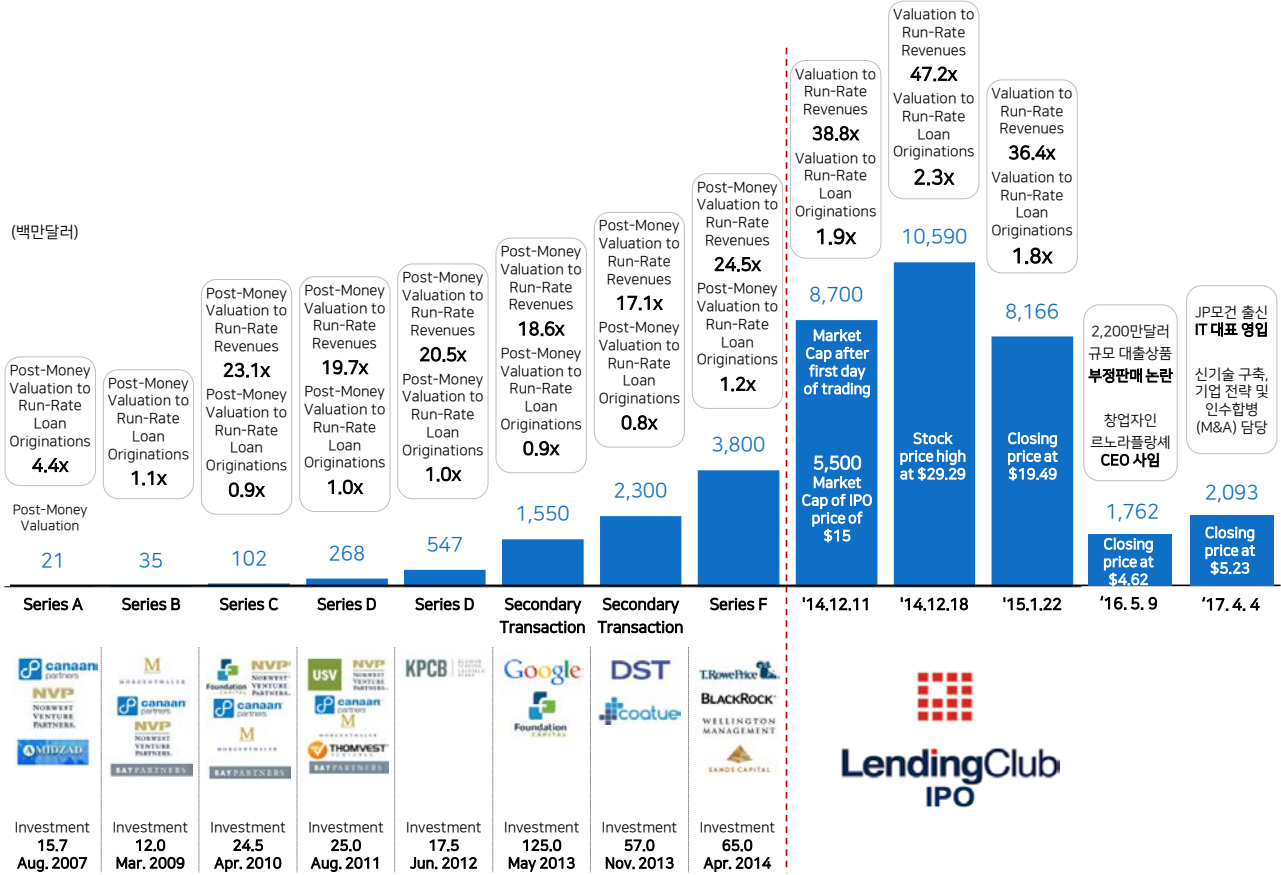
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

표10 은산분리 관련 법안

구분	대표발의자	발의 시기	주요내용	
			비금융주력자 지분 제한	대주주 신용공여
은행법 개정안	자유한국당 강석진 의원	2016년 06월 16일	50%	자기자본 25% 한도
	바른정당 김용태 의원	2016년 07월 08일	50%	금지
인터넷전문은행 특례법안	더불어민주당 정재호 의원	2016년 11월 04일	34%	금지
	국민의당 김관영 의원	2016년 11월 11일	34%	금지
	바른정당 유의동 의원	2016년 11월 16일	50%	자기자본 10% 한도

자료: 국회 의안정보시스템

그림18 렌딩클럽, 어떤 회사인가?



자료: 렌딩클럽, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 렌딩클럽 상장 이후 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 렌딩클럽 손익계산서 요약

(백만달러)	2013	2014	2015	2016
<b>Net operating revenue</b>	<b>98.0</b>	<b>213.4</b>	<b>426.7</b>	<b>495.5</b>
Transaction fees	85.8	197.1	373.5	423.5
Servicing fees	4.0	11.5	32.8	68.0
Management fees	3.1	6.0	11.0	11.6
Other revenue (expense)	5.1	-1.2	9.4	-7.7
<b>Operating expenses</b>	<b>90.7</b>	<b>242.6</b>	<b>432.1</b>	<b>651.0</b>
Sales and marketing	39.0	85.7	171.5	216.7
Origination and servicing	17.2	37.3	61.3	74.8
Engineering and product development	-	38.5	77.1	115.4
Other general and administrative	34.4	81.1	122.2	207.2
Goodwill impairment	-	0.0	0.0	37.1
<b>Loss before income tax expense</b>	<b>7.3</b>	<b>-31.5</b>	<b>-2.2</b>	<b>-150.2</b>
<b>Net loss</b>	<b>7.3</b>	<b>-32.9</b>	<b>-5.0</b>	<b>-146.0</b>

자료: 렌딩클럽, 메리츠증권증권 리서치센터



## 중국 위뱅크 소매금융본부장 인터뷰(렌딧 차이나)

“금융상품을 최대한 단순하게 만들고 많은 사람이 접할 수 있도록 만들었다.  
금융의 본질인 돈을 빌리고 빌려주는 것과  
리스크 관리에 집중하면 고객을 만족시킬 수 있다.”

- 위뱅크 소매금융본부장 인터뷰

**위뱅크는 중국 1호 인터넷전문은행** 8월 위뱅크 소매금융본부장의 인터뷰는 국내 인터넷은행의 방향성에 큰 시사점을 주어 인용한다. 위뱅크는 텐센트가 설립한 중국 1호 인터넷전문은행으로 2015년 설립 후 2년만에 59.5조원의 누적대출 기록하며 흑자전환하였다. 위뱅크의 2016년 영업수익과 영업이익은 각각 24억위안, 3억위안을 기록하였다.

**성공 요인** 첫째, 많은 사람들이 은행을 쉽게 접할 수 있게 만든 편리성이다. 둘째는 리스크 관리로 중국의 주요 은행들은 '화이트 리스트(신용기록 우수고객)'를 제외하고는 대출 서비스를 하지 않았는데 위뱅크는 위챗과 QQ메신저 사용 기록을 활용해 1억명 이상의 화이트 리스트 고객을 확보하였다. 예를 들어 다수의 친구에게 차단당한 이용자, 전화번호가 자주 바뀌거나 아이디를 변경한 이력이 많은 사람은 신용도를 낮게 평가하는 방법으로 2016년말 부실율은 0.32%에 불과하다고 밝혔다. 참고로 위뱅크도 현재는 개인 신용대출에 특화되어 있지만 추후 담보대출, 기업대출 시장으로 영역을 확대할 계획이다.

(백만위안)	2014	2015	2016
<b>영업수익</b>	<b>29.0</b>	<b>225.7</b>	<b>2,449.4</b>
growth(%)		678.2%	985.1%
이자순수익	-	195.4	1,835.1
중개수수료 순수익	-	26.6	562.1
투자수익	-	3.7	52.2
영업비용	-	827.8	2,140.3
<b>영업이익</b>	<b>13.2</b>	<b>-602.1</b>	<b>309.1</b>
OPM(%)	45.5%	-266.7%	12.6%
<b>순이익</b>	<b>9.9</b>	<b>-583.8</b>	<b>401.5</b>

자료: 텐센트, 메리츠증권증권 리서치센터

(백만위안)	2015	2016
<b>영업수익</b>	<b>252.9</b>	<b>2,636.9</b>
growth(%)		942.5%
이자순수익	199.6	2,404.8
중개수수료 순수익	0.1	174.1
투자수익	0.9	1.2
기타	52.3	56.8
영업비용	344.9	2,233.9
<b>영업이익</b>	<b>-91.9</b>	<b>403.0</b>
OPM(%)	-36.4%	15.3%
<b>순이익</b>	<b>-68.7</b>	<b>315.5</b>

자료: 알리바바, 메리츠증권증권 리서치센터

### 글로벌 인터넷은행의 흥망

초기 성과로 판단하기 이르다

글로벌 인터넷은행들의 초기 자산성장률은 동일하게 높았으나 차이점은 수익성에 있었다. 미국의 Net Bank와 Charles Schwab Bank의 경우 총자산의 연평균 성장률이 각각 60%, 40%를 초과하는 등 글로벌 인터넷은행들은 대부분 영업초기 고속 성장을 하였다. NetBank와 Lydian Bank는 모기지대출영업으로, Next Bank는 서브프라임 개인대출로, Charles Schwab은 유가증권으로 자산규모를 키웠다.

그러나 Net Bank와 Next Bank는 한번도 흑자달성을 하지 못하였고 Lydian Bank는 서브프라임 위기 중에 큰 규모의 손실을 입고 자본잠식에 처하는 등 위기 관리에 실패하였다. 반면, Charles Schwab의 경우 국공채 등 안전자산 위주로 운용하면서 양호한 수익성을 시현하였으며 일본 Jibun Bank 역시 초기 4년은 적자였으나 2012년에 흑자전환하였다.

해외 인터넷은행의  
성과와 실패 원인 분석

표 14와 15를 통해 볼때, 글로벌 인터넷은행의 성과와 실패는,

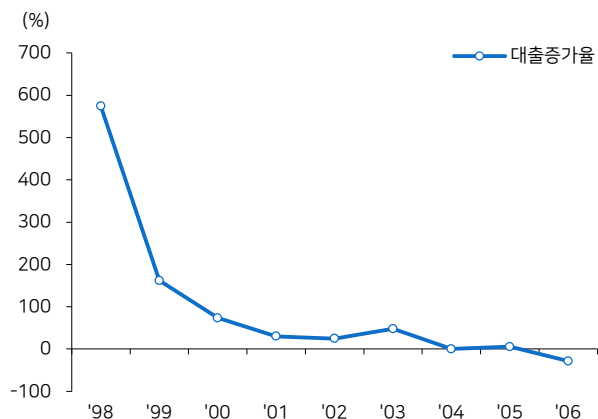
- 1) 비즈니스 모델의 제약이 수익성의 차이를 결정지었다. 미국의 넷뱅크 등은 개인대출이 총매출의 최소 65% 이상이 되어야 한다는 제약 때문에 모기지대출에 특화되면서 서브프라임 위기를 겪을 때 자산건전성이 급격히 악화되었다.
- 2) 가격경쟁력을 비즈니스 모델의 핵심으로 꼽을 경우 인터넷전문은행의 수익성은 약화될 수 밖에 없었다. 실제로 많은 인터넷은행이 지점이 없음에도 불구하고 많은 경상 비용을 지출함에 따라 지점 등에 소요되는 비용을 줄여 고객에게 보다 나은 가격을 제시함에도 마진감소 없이 수익을 창출한다는 인터넷은행의 본래 목적을 이루지 못했다.
- 3) 가격경쟁력 대신 소비자 편의성 및 만족 중심의 영업을 할 경우 상대적으로 안정적인 수익성을 시현하였다. 또한, 리스크 관리가 중요하였는데, 차입자들의 금리를 신용도에 따라 다르게 조정하는 등 리스크 관리 시스템을 잘 구축하여야 한다.
- 4) 비용관리의 중요성이다. 넷뱅크의 경우 사업다각화를 무리하게 시도하면서 인건비, 마케팅비가 과다하게 증가하였다. 전략적 제휴를 통한 비용 최소화 전략이 반드시 성립하지 않으며 무리한 제휴는 오히려 많은 수수료 증가로 이어진다.

표14 글로벌 인터넷은행 실패 사례

	NetBank	NextBank	Lydian Private Bank
수익·비용 구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 이자이익 중심 수익구조</li> <li>▪ 낮은 비용효율성                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 이자비용 과다 지출</li> <li>☞ 고금리 CD 위주 자금조달</li> <li>: 인건비 과다 지출</li> <li>☞ 다양한 기업 인수로 사업부문 과다 증가</li> <li>: 높은 대손비용</li> <li>☞ 모기지대출의 부실화에 주로 기인</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 큰 비이자이익 적자</li> <li>▪ 수수료비용 과다 지출                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 예금수취, 신용평가·심사 등을 모회사에 위탁한 데 따른 수수료 발생</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 이자이익 중심 수익구조</li> <li>▪ 높은 대손비용                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 모기지대출의 부실화에 주로 기인</li> </ul> </li> </ul>
비즈니스 모델	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ (조달) 증자, 고금리 CD (운용) 모기지 대출</li> <li>▪ 모기지 banking 관련 관리수수료 취득</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ (조달) 거액예금, ABS (운용) 카드론, 할부금융</li> <li>▪ 카드채권유동화 관리수수료 취득</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ (조달) 인터넷 예금 (운용) 모기지 대출                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 비전통적 옵션부 변동금리 모기지 중심</li> </ul> </li> <li>▪ PB, WM 서비스 제공 수수료 취득</li> </ul>
광고전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 적극적인 마케팅 전략                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 온라인 광고, 전략적 업무 협약 활용</li> </ul> </li> <li>▪ 광고효과 대비 <b>과다한 마케팅 비용</b> 지출</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 적극적인 마케팅 전략                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 모회사 신용카드 광고에 집중하고, 기타 웹페이지·이메일 광고 등 활용</li> </ul> </li> <li>▪ <b>과다한 마케팅 비용</b> 지출</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 적극적인 마케팅 전략                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 인터넷 포털 및 금융 관련 사이트 등에 광고 게재</li> </ul> </li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>영업전략의 실패</b></li> <li>▪ 사업 다각화 실패</li> <li>▪ <b>리스크관리 실패</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>: 모기지 금리 상승, 경쟁 심화에도 불구하고 모기지 취급 기준 완화</li> <li>☞ 모기지대출 투자자의 소구권 행사로 대규모 부실을 떠안게 됨</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>리스크관리 실패</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>: 인터넷 이용자의 신용리스크 과소 평가, 대출자산 건전성 평가 미흡</li> </ul> </li> <li>▪ <b>고객의 여신심사 시스템 악용</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>: 고객들이 신용도가 악화되기 직전 급전 대출 청구로 활용</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>지배구조상의 취약점 노출</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>: CEO의 전횡 및 이사회외의 견제 실패, 여신 심사위원회의 부재, 부적절한 인사 등</li> </ul> </li> </ul>

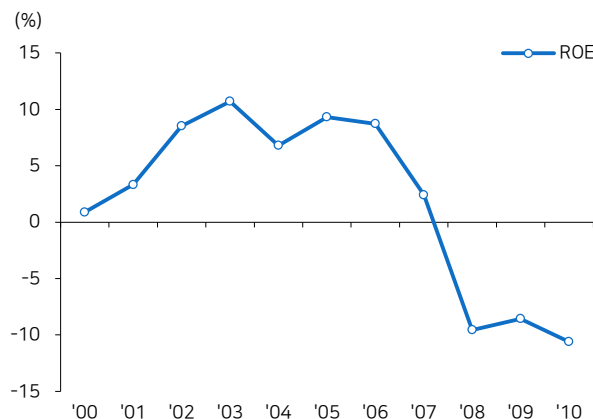
자료: 한국금융연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 Net Bank의 대출증가율



자료: Net Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

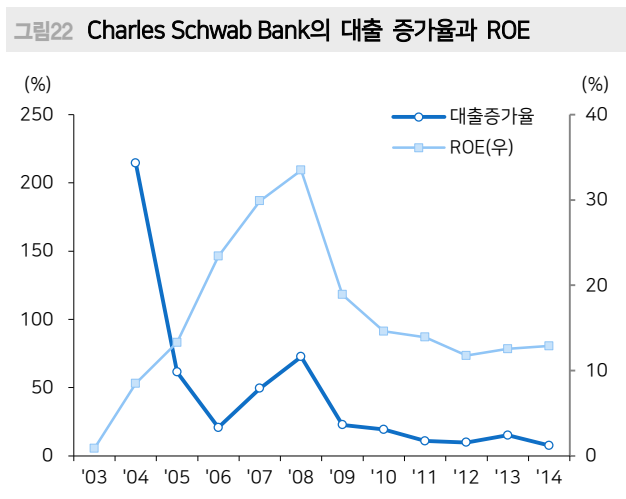
그림21 Lydian Bank의 ROE



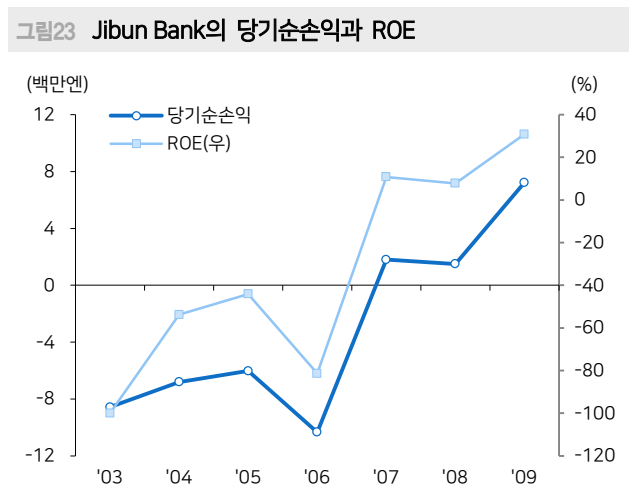
자료: Lydian Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 글로벌 인터넷은행 성공 사례			
	Charles Schwab Bank	Jibun Bank	Fidor Bank
수익·비용 구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>이자이익 중심 수익구조</li> <li>비용효율성 우수 : 낮은 판관비</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>다변화된 수익구조 : 이자이익과 수수료수익 및 유가증권매매이익의 비중이 50대 50</li> <li>안정적인 비용구조 유지 : 영업경비와 수수료비용 및 자금조달비용 비중이 50대 50</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>다변화된 수익구조 : 이자이익과 수수료수익 및 기타 영업이익의 비중이 55대 45</li> <li>다소 낮은 비용효율성 : 인건비가 많이 지출</li> </ul>
비즈니스 모델	<ul style="list-style-type: none"> <li>(조달) 저원가성 예금 (운용) 대부분 국공채</li> <li>안정적 예대마진 : 이자비용 최소화시키고, 국공채 이자 취득</li> <li>자산관리 서비스 등 신탁 관련 수익 취득</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(조달) 대부분 예금 : 주로 모회사인 이통사 고객이 모바일 뱅킹을 통해 가입</li> <li>(운용) 유가증권, 대출</li> <li>각종 금융서비스 제공에 따른 수수료 수익 취득</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(조달) 대부분 예금 (운용) 대부분 대출</li> <li>IT서비스 제공, 파트너십 관련 수수료 및 기타영업수익 취득</li> </ul>
광고전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>고객 친화적 광고전략                             <ol style="list-style-type: none"> <li>금융소비자의 입장에서 광고테마 선정</li> <li>모회사를 포함한 금융그룹 전체의 브랜드 홍보</li> <li>설립자(Charles Schwab)의 명성을 최대한 활용</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>타겟 고객층에 집중적인 광고</li> <li>모회사 BTMU(은행업), KDDI(이동통신) 중 이통사의 고객을 타겟으로 설정해 집중 공략</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SNS를 활용한 쌍방향 커뮤니케이션 : Twitter, Facebook, YouTube 등에 채팅 공간을 만들어 소비자와 접촉하면서 은행의 인지도 제고</li> <li>Like-금리 등 소비자 참여 보상</li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>모회사와의 시너지 극대화 : Charles Schwab Corp.의 증권계좌 연계서비스 등을 통해 종합자산관리서비스 제공</li> <li>고객의 금융편의성 제고 : 지점망 이용, 애플페이 연계서비스, ATM 수수료 및 최소잔액 요건 면제</li> <li>안정적인 소유 및 지배구조 : 설립자(Charles Schwab)가 오랫동안 지분 보유하면서 경영 참여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>모회사의 역량 활용 : BTMU(은행업) ⇔ ATM, 업무프로세스, 금융서비스 노하우 제공 ; KDDI(이동통신) ⇔ 모바일뱅킹 플랫폼 제공 및 콘텐츠 개발</li> <li>보안 기능 등을 통한 소비자 신뢰 구축</li> <li>안정적인 소유 및 지배구조                             <ol style="list-style-type: none"> <li>BTMU/KDDI의 지분 설립 이래 동일</li> <li>경영진은 양사에서 배출</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>소비자 중심의 경영철학 유지 : 기존 은행이 제공하지 않는 귀금속 거래, 가상화폐, P2P 대출 등 소비자의 다양한 욕구 충족</li> <li>개방형 API구조를 OS로 채택하여, 다수의 외부 업체와 파트너십 구축 용이</li> </ul>

자료: 한국금융연구원, 메리츠증권리서치센터



자료: 찰스스왑 은행, 메리츠증권리서치센터



자료: 지분은행, 메리츠증권리서치센터

**카카오모빌리티 '카카오택시'의 수익화**

**8월 1일 독립법인 출범**

8월 1일 카카오모빌리티는 독립법인으로 출발하였다. 카카오모빌리티는 카카오택시를 통해 대중적인 인지도는 높으나 아직까지 재무적인 성과는 미약하다. 카카오모빌리티의 수익규모는 공개되지 않았으나 현재(2Q17 기준) 카카오의 분기 매출에서 '기타의 기타(모빌리티 포함)' 매출액은 129억원으로 카카오 전체 매출액 대비 비중은 3%에 못 미친다.

**외부투자 유치로 수익화의 속도 빨라질 것**

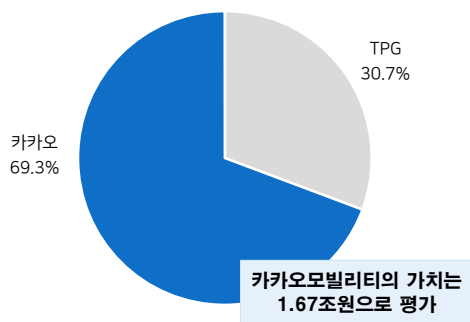
6월 30일 카카오 모빌리티는 글로벌 대체투자자 TPG로부터 약 5,000억원 규모의 전략적 파트너십 및 지분투자를 결정하였다. 외부투자 유치를 통해 여유자금 확보하였으며 수익화의 속도 역시 빨라질 예정이다. 카카오는 모빌리티 보유주식 441만주(21%)를 TPG에 3,000억원에 매각, 모빌리티는 이후 3자 배정 방식으로 294만주(2,000억원) 규모의 유상증자를 실시하였다. 이로써 카카오에게는 3,000억원 현금이 유입되었으며, 카카오모빌리티 역시 택시, 대리운전, 주차 등의 서비스를 본격 성장시키기 위한 2,000억원의 여유자금을 확보하였다.

**카카오택시는 국내 가장 성공한 O2O**

카카오택시는 카카오가 성공시킨 대표적인 교통기반 O2O로 1Q17 기준 월간 사용자수는 372만명, 누적가입자수 1,490만명, 일평균 호출수는 87만콜로 국내 1위 O2O 서비스이다. 카카오모빌리티는 2월 한국 스마트카드와의 협업을 통해 카카오페이 택시 자동결제 시스템을 준비하고 있으며 연내 기업용 업무택시 서비스를 시작한다. 카카오택시의 수익모델은 다양한 형태로 고민하는데 1) 기사 월정액 이용료, 2) 이용자의 수수료, 3) 택시를 부르기 어려운 시간대와 장소에서 '웃돈'을 주고 호출하는 프리미엄 서비스 등이 거론되고 있다.

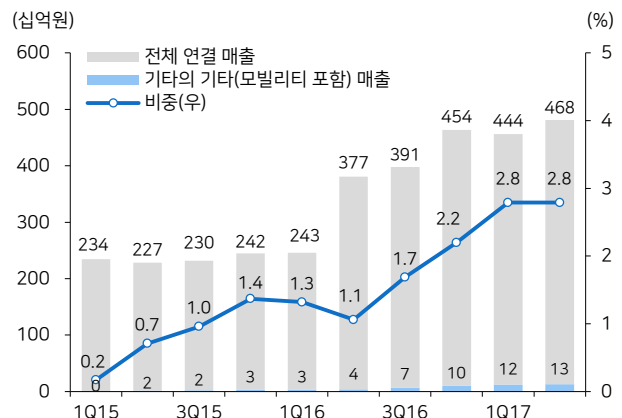
당사는 카카오택시의 수익모델이 이용기사의 월이용료로 구성된다고 가정할 때, 분기 121억원(택시 기사회원수 23만명 x 유료전환율 60% x 월이용료 3만원) 수준으로 추정한다. 현재 카카오모빌리티의 분기 매출 규모가 100억원이 안된다고 추정되기 때문에 1~2배 Top Line 성장은 이익 레버리지로 이어져 긍정적이다.

**그림24 카카오 모빌리티의 지분구조**



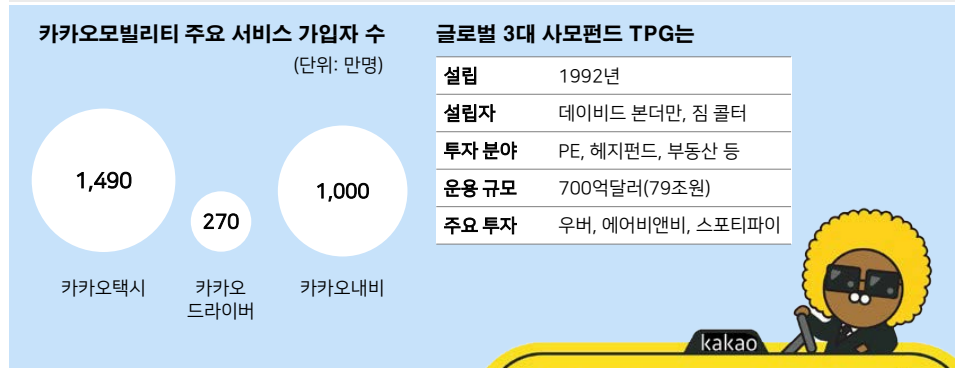
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림25 카카오의 '기타의 기타(모빌리티 포함) 매출 추이**



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 카카오 모빌리티



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 카카오모빌리티의 모든 서비스 수익모델 가동 시나리오

구분	(억원)
<b>카카오 모빌리티</b>	
<b>총매출 (가+나+다+라)</b>	<b>248</b>
<b>카카오 드라이버 (가)</b>	
일콜수(횟수)	60,000
운영완료율	50.0%
ASP(원)	15,000
일매출	5
분기매출	414
<b>순매출(20%)</b>	<b>83</b>
<b>카카오택시 (나)</b>	
등록기사회원수 (만명)	23
유료전환율 (%)	60
월이용료 (만원)	3
<b>분기매출</b>	<b>121</b>
<b>카카오파킹 (다)</b>	
등록주차장수(개)	457
월이용료 (만원)	150
<b>분기매출</b>	<b>20.6</b>
<b>기타 광고매출 (라)</b>	<b>24.0</b>

주: 분기 기준

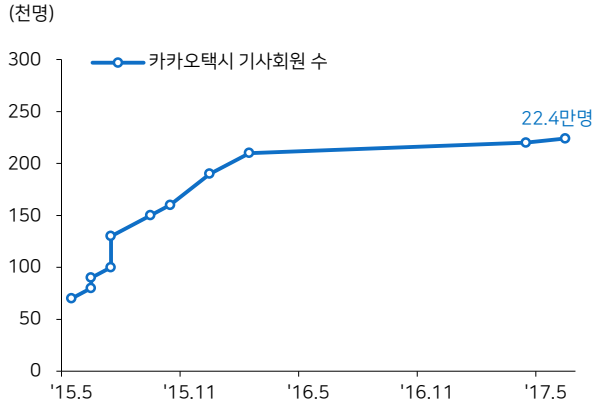
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표17 카카오모빌리티의 수익모델

구분	출범시기	내용
카카오택시	3Q17	<기업용 업무 택시> 기업과 제휴해 임직원들이 별도로 결제하지 않고도 편리하게 이용 '카카오페이 자동결제' 도입 예정
	4Q17	<일반 카카오택시>에도 유료화 모델 도입 -월 이용료, 건당 콜비, 프리미엄 요금 등 검토
카카오파킹	4Q17	주차장과 운전자를 모바일로 연결, 주차장 검색, 예약, 결제까지 해결
카카오내비	3Q17	영화관, 대형 유통업체와 손잡고 목적지로 선택시 쿠폰 보내주는 수익모델
카카오드라이버	2Q16	건당 과금 (20% 순매출로 인식)

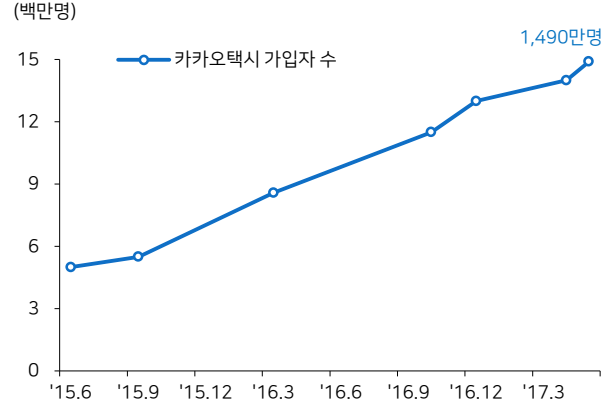
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 카카오택시 기사회원수



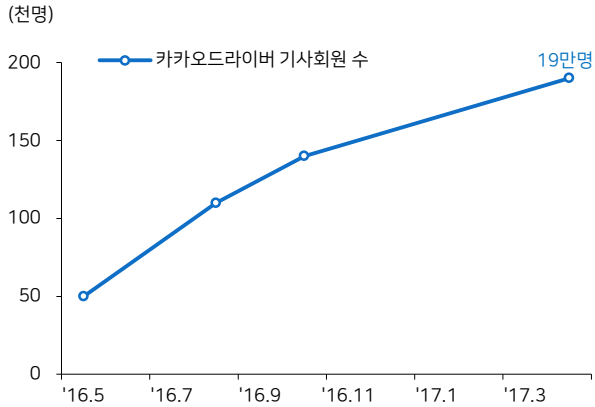
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 카카오택시 가입자수



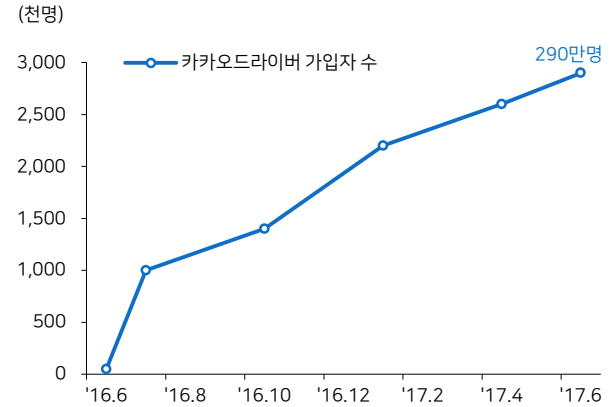
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 카카오드라이버 기사회원수



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 카카오드라이버 가입자수



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 시승 이벤트, 광고 등의 프로모션 통해 수익창출



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 수익화에는 성공, 기존 시장참여자들과의 갈등은 여전



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

**카카오페이 '알리페이' 와 글로벌로**

**4월 1일 독립법인 출범**

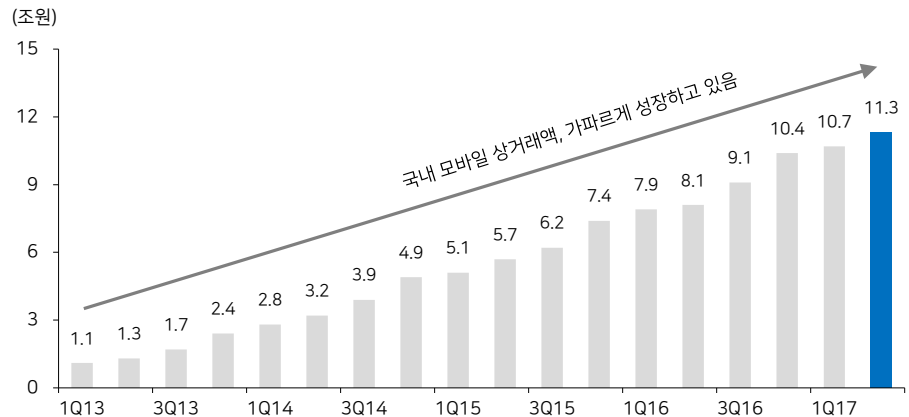
2017년 2월 카카오페이는 (주)엔트파이낸셜로부터 2,300억원의 지분투자를 받았으며 4월 1일 독립법인으로 출범하였다. 최근 카카오페이는 멤버십, 송금, 청구서 서비스 영역으로 사업을 확장하고 있으며, 오프라인 결제서비스를 위해 가맹점 관리 직원 및 영업사원을 채용하고 있다. 빠르면 2017년말, 늦어도 2018년초에는 알리페이 가맹점을 발판으로 오프라인 간편결제 시장에 본격 진출한다.

**2018년 100% 성장 기대**

2018년 카카오페이 거래액은 100% 성장한 2.8조원으로 예상, 알리페이의 국내 주요 가맹점(백화점과 면세점 등)을 1차 공략, 이후 국내외에서 공격적으로 가맹점 기반을 넓혀나갈 것이다. 최근 LG CNS와의 계약 종료로 다양한 비즈니스 모델을 구사하기 용이해졌으며, 오프라인 결제 시장 내 간편결제 시장의 침투율은 2% 미만(16년 기준)으로 아직 성장잠재력 무궁무진하다.

2017~2018년 국내 오프라인 간편결제 시장은 공급자가 주도하는 시장으로 예상하는데, 신용카드가 아닌 계좌이체/충전식 결제의 경우 2~3% 포인트 추가적립되는 등 프로모션 확대되며 학습된 이용자들이 증가하고 있다. 국내 간편결제의 침투율 10%는 의미있는 분기점으로, 카카오페이는 네이버페이, 페이코, 삼성페이 등과의 경쟁을 통해 같이 시장의 파이를 키워나갈 것으로 기대한다.

**그림33 국내 모바일결제 시장 규모**



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

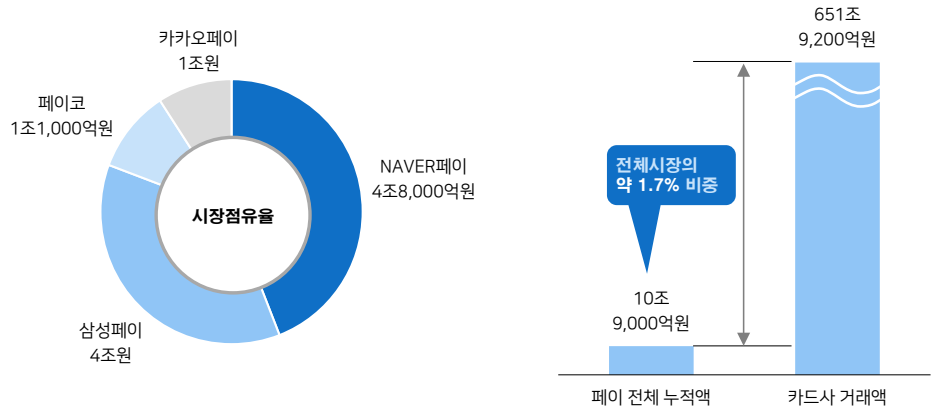
**표18 카카오페이 - 알리페이 제휴 서비스 시작 후 거래액 규모 추정**

카카오페이	2017년	2018년 (알리페이 제휴결제 이후)
거래액	1.4조원	2.8조원
가입자	1,680만명	8.4억명(글로벌)
이용자	150만명	500만명
가맹점	1,700개	40,000개

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

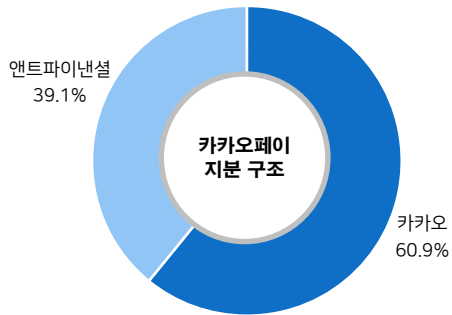


그림34 오프라인 결제시장 Penetration 10%를 향해서



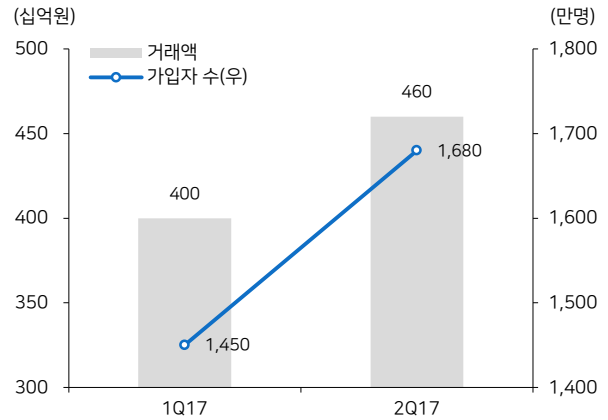
주: 2016년 기준  
 자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 카카오페이 지분구조



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 카카오페이 거래액과 가입자수



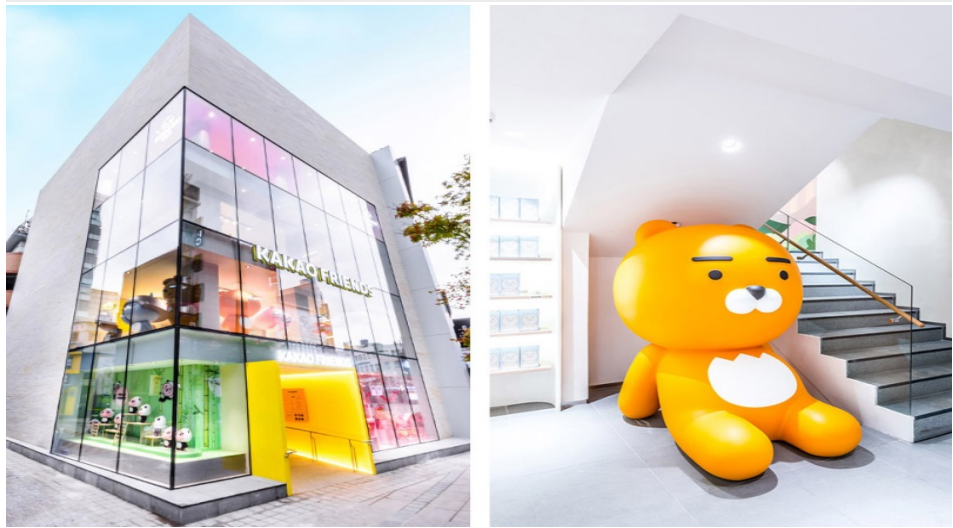
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

**카카오프렌즈 IP 비즈니스의 힘**

2015년 5월 설립

카카오프렌즈는 2015년 5월 설립되었으며 카카오내 캐릭터 상품 제조, 판매, 라이선싱 부여를 목적으로 설립하였다. 카카오가 지분 100% 보유한 대주주로 존재하고 있으며 2016년 매출액은 705억원(+581.9% YoY), 영업이익 24억원(+1,216.7% YoY)을 기록하였다. 2017년에도 부산 플래그쉽 스토어 오픈 등으로 오프라인 영업사이트 확대하고 있으며 점포수는 2015년 15개, 2016년 22개로 증가세이다. 강남, 홍대 등 주요 플래그쉽 스토어 매출이 전체 매출액의 50% 이상을 차지하는 거점 점포이다.

**그림37 8월 15일 부산 광복 플래그쉽 스토어 오픈**



자료: 카카오, 메리츠증권리서치센터

**표19 카카오프렌즈 손익계산서**

(억원)	2015	2016
매출액	103.4	705.1
영업이익	1.8	23.7
영업이익률(%)	1.7%	3.4%
순이익	1.4	18.7
순이익률(%)	-	2.6%
점포수(개)	15	22

자료: 카카오, 메리츠증권리서치센터

## 이익 성장성에 Bet!

### 이익 성장성

#### 광고 매출 턴어라운드

카카오의 분기 실적은 기대치를 지속적으로 상회할 전망이다. 실적 호조의 이유는 광고 매출 정상화에 기인하는데, 2017년 카카오 광고 매출액은 5,965억원(+14.9% YoY)로 시장성장률 10%를 초과달성할 전망이다. 카카오는 2017년 상반기를 기점으로 지난 1년여간 진행해온 네트워크 광고 효율화 작업을 마무리하였고 하반기에는 신규 광고 상품 '오토뷰, 알림톡, 뉴플친' 등의 호조와 '카카오 모멘트(타겟팅 광고 플랫폼)'의 상용화로 성장세 더욱 가속화된다.

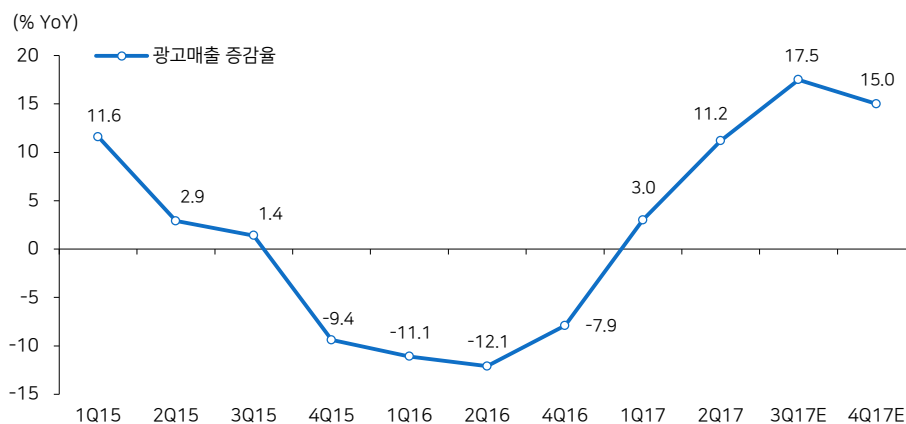
#### 3ysr EPS CAGR 42.4%로 글로벌 평균대비 상회

카카오의 향후 3년간 EPS CAGR은 42.4%로 글로벌 피어 평균 28.2% 대비 높은 수준이다. 물론 카카오-다음 합병 이후 과도기를 거치며 실적부진으로 기저가 낮아지는 하지만, 카카오의 본업인 광고매출 턴어라운드와 함께 신규사업(페이, 모빌리티, 은행 등)의 성과 가시화되고 있다는 점에서 이익 성장성은 기대보다 더 큰 폭으로 가시화될 가능성 높다.

#### 2017년 실적 전망

2017년 카카오의 매출액과 영업이익은 각각 1.9조원(+30.6% YoY) 1,864억원(+60.5% YoY)으로 예상된다. 사업부문별로는 광고 5,965억원(+11.7% YoY), 게임 3,425억원(+6.9% YoY), 뮤직 4,561억원(+53.9% YoY), 기타 3,599억원(+57.6% YoY)으로 추정한다. 영업이익률은 9.7%로 외형 확대와 전년 O2O 관련 마케팅비 감소로 인한 이익 레버리지 효과 기대한다. 올해 순이익은 세금환급 470억원 발생분을 제외하면 전년대비 16% 증가한 수준이다.

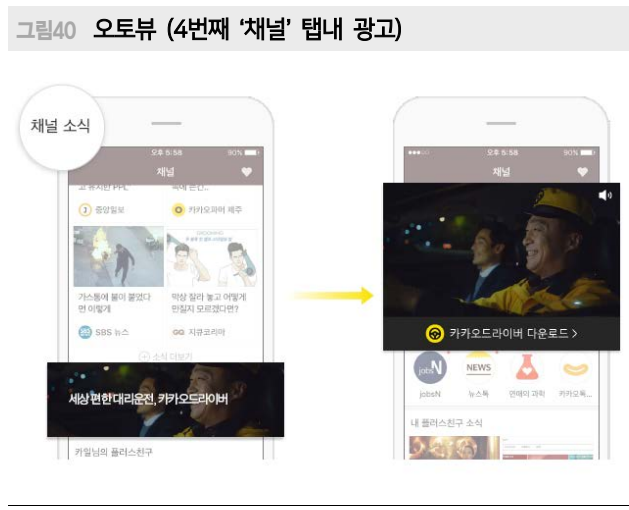
그림38 카카오광고 매출, 2017년부터 본격 성장세 진입



자료: 카카오, 메리츠증권리서치센터



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

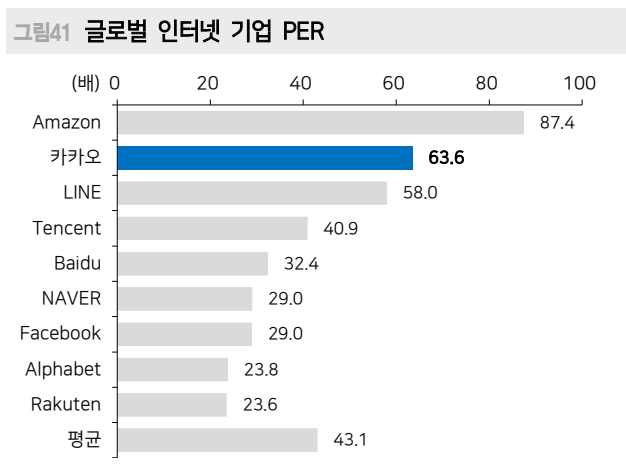


자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

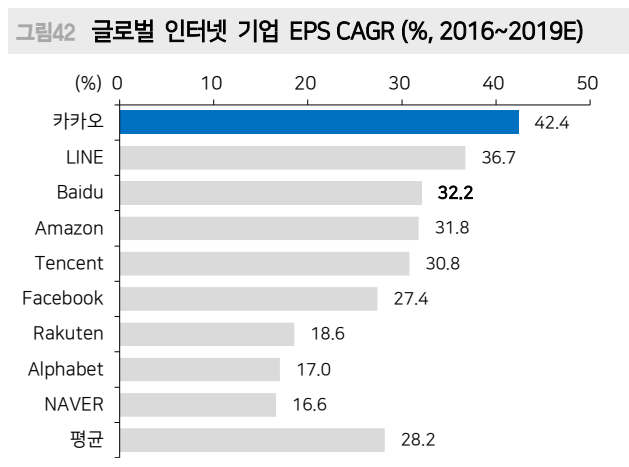
**표20 카카오 분기별 실적 - 꾸준히 개선될 것**

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	242.5	376.5	391.4	453.8	443.8	468.4	482.6	518.0	1,464.2	1,912.7	2,190.4
<b>광고</b>	129.4	136.2	126.9	141.5	133.3	151.4	149.1	162.7	534.0	596.5	673.2
온라인	71.2	73.5	63.5	67.9	61.3	68.1	67.2	70.2	276.1	266.8	242.1
모바일	58.7	62.6	63.6	73.6	70.7	83.3	81.9	92.5	258.4	328.3	431.1
<b>콘텐츠</b>	91.6	190.4	198.4	221.5	221.8	236.3	243.2	255.1	701.9	956.4	1,103.0
게임	70.3	78.3	78.5	93.2	79.9	78.7	89.9	94.1	320.3	342.5	387.2
뮤직	3.4	90.5	95.5	106.9	110.9	117.1	110.8	116.3	296.3	456.1	504.0
기타	17.9	21.6	24.4	21.4	31.1	40.5	42.6	44.7	85.3	158.8	211.9
<b>기타</b>	21.5	49.9	66.1	90.8	88.7	80.8	90.3	100.2	228.4	359.9	414.3
커머스	17.9	23.0	41.0	50.9	49.7	47.7	54.7	61.2	132.7	213.2	221.2
<b>영업이익</b>	21.1	26.6	30.3	38.2	38.3	44.6	46.7	56.8	116.1	186.4	251.6
<b>세전이익</b>	16.7	21.1	21.1	43.1	18.2	36.0	34.8	44.5	100.3	133.5	203.6
<b>지배순이익</b>	13.2	8.8	12.2	27.0	53.7	11.3	25.2	32.5	57.7	122.7	149.5

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 카카오(035720)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>932.2</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,912.7</b>	<b>2,190.4</b>	<b>2,367.7</b>
매출액증가율 (%)	86.9	57.1	30.6	14.5	8.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	932.2	1,464.2	1,912.7	2,190.4	2,367.7
판매비와관리비	843.6	1,348.1	1,726.3	1,938.9	2,059.0
<b>영업이익</b>	<b>88.6</b>	<b>116.1</b>	<b>186.4</b>	<b>251.6</b>	<b>308.8</b>
영업이익률 (%)	9.5	7.9	9.7	11.5	13.0
금융수익	26.2	0.7	-24.1	-23.1	-21.8
중속/관계기업관련손익	-4.5	-10.4	-10.7	-12.0	-12.6
기타영업외손익	-0.8	-6.1	-11.4	-12.9	-13.5
세전계속사업이익	109.5	100.3	133.5	203.6	260.9
법인세비용	30.8	34.8	6.5	49.3	63.1
<b>당기순이익</b>	<b>78.8</b>	<b>65.5</b>	<b>127.0</b>	<b>154.3</b>	<b>197.8</b>
지배주주지분 순이익	75.7	57.7	122.7	149.5	193.1

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>970.1</b>	<b>1,217.0</b>	<b>1,519.3</b>	<b>1,450.8</b>	<b>1,466.3</b>
현금및현금성자산	397.2	641.6	838.0	879.9	923.9
매출채권	88.8	173.9	177.1	194.8	214.3
재고자산	5.4	12.6	15.5	16.0	16.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,218.4</b>	<b>4,267.2</b>	<b>4,282.5</b>	<b>4,425.3</b>	<b>4,573.5</b>
유형자산	219.1	253.9	267.0	275.1	283.3
무형자산	1,855.6	3,733.2	3,713.6	3,825.0	3,939.8
투자자산	132.8	255.5	276.0	298.0	321.9
<b>자산총계</b>	<b>3,188.5</b>	<b>5,484.1</b>	<b>5,801.8</b>	<b>5,876.0</b>	<b>6,039.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>316.1</b>	<b>806.0</b>	<b>842.3</b>	<b>843.8</b>	<b>846.5</b>
매입채무	0.0	95.5	0.0	0.0	0.0
단기차입금	3.8	200.2	297.3	282.4	268.3
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>286.9</b>	<b>975.2</b>	<b>966.3</b>	<b>920.3</b>	<b>927.5</b>
사채	199.4	795.4	684.5	616.1	554.4
장기차입금	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>부채총계</b>	<b>603.0</b>	<b>1,781.2</b>	<b>1,808.7</b>	<b>1,764.1</b>	<b>1,774.1</b>
자본금	30.1	33.9	33.9	33.9	33.9
자본잉여금	2,274.2	3,105.0	3,235.7	3,235.7	3,235.7
기타포괄이익누계액	0.8	0.9	0.9	-3.0	-3.0
이익잉여금	256.3	304.0	357.8	476.6	630.3
비지배주주지분	33.1	270.4	280.4	293.7	319.6
<b>자본총계</b>	<b>2,585.5</b>	<b>3,702.9</b>	<b>3,993.1</b>	<b>4,111.9</b>	<b>4,265.7</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>162.2</b>	<b>317.3</b>	<b>355.4</b>	<b>303.6</b>	<b>348.4</b>
당기순이익(손실)	78.8	65.5	127.0	154.3	197.8
유형자산감가상각비	49.1	56.2	69.8	55.9	40.9
무형자산상각비	26.3	57.6	66.7	65.5	64.3
운전자본의 증감	1.4	114.6	285.8	731.1	1,372.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-414.2</b>	<b>-1,000.0</b>	<b>-388.9</b>	<b>-253.5</b>	<b>-53.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-76.1	-81.0	-83.4	-85.9	-88.5
투자자산의 감소(증가)	-59.6	-133.1	-22.8	-22.1	-23.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>197.2</b>	<b>923.8</b>	<b>196.4</b>	<b>-98.7</b>	<b>-19.4</b>
차입금증감	230.0	776.9	-16.9	-123.9	-110.9
자본의증가	16.2	834.6	16.5	17.0	17.5
현금의증가	-54.1	244.5	196.4	41.9	44.0
기초현금	451.2	397.2	641.6	838.0	879.9
기말현금	397.2	641.6	838.0	879.9	923.9

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	15,635	22,178	28,233	32,316	34,932
EPS(지배주주)	1,269	874	1,811	2,206	2,849
CFPS	2,627	3,339	2,891	4,113	4,902
EBITDAPS	2,750	3,482	4,767	5,503	6,108
BPS	12,145	28,422	28,014	31,037	34,488
DPS	167	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	91.2	88.1	67.4	55.3	42.8
PCR	44.1	23.1	42.2	29.7	24.9
PSR	7.4	3.5	4.3	3.8	3.5
PBR	9.5	2.7	4.4	3.9	3.5
EBITDA	164.0	229.9	322.9	373.0	414.0
EV/EBITDA	39.3	24.3	23.0	20.0	18.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.0	1.9	3.4	4.0	5.0
EBITDA 이익률	17.6	15.7	16.9	17.0	17.5
부채비율	23.3	48.1	45.3	42.9	41.6
금융비용부담률	0.1	1.0	0.8	0.8	0.6
이자보상배율(x)	105.9	8.1	12.1	15.0	20.5
매출채권회전율(x)	9.5	11.1	10.9	11.8	11.6
재고자산회전율(x)	253.0	163.5	136.2	139.0	145.9

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 은경완, 윤을정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**카카오(035720) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.26	기업브리프	Buy	160,000	김동희	
2015.11.13	기업브리프	Buy	160,000	김동희	
2015.12.03	산업분석	Buy	160,000	김동희	
2016.01.12	기업브리프	Buy	160,000	김동희	
2016.01.15	산업분석	Buy	160,000	김동희	
2016.02.11	기업브리프	Hold	130,000	김동희	
2016.04.07	산업브리프	Hold	130,000	김동희	
2016.04.22	기업브리프	Hold	130,000	김동희	
2016.05.13	기업브리프	Hold	110,000	김동희	
2016.07.12	산업브리프	Hold	110,000	김동희	
2016.08.12	기업브리프	Hold	100,000	김동희	
2016.10.12	산업브리프	Hold	100,000	김동희	
2016.11.11	기업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	
2016.11.23	산업분석	Trading Buy	100,000	김동희	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	
2017.02.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	110,000	김동희	
2017.05.31	산업분석	Buy	120,000	김동희	
2017.07.07	산업브리프	Buy	120,000	김동희	
2017.08.11	기업브리프	Buy	130,000	김동희	
2017.08.31	기업분석	Buy	150,000	김동희	