

# 카카오 (035720)

## 카카오 주요 자회사 매각 가능성 점검

### 카카오 자회사 밸류의 현주소

픽코마, 카카오엔터테인먼트, 카카오모빌리티 모두 직전 투자 밸류 기준으로 EV 배수를 구했을 때, 피어 그룹 대비 상당히 고평가되고 있는 것으로 판단한다. EV 배수 지표 하나만으로 기업의 가치를 측정하는 데에는 한계가 있으나, 직전 투자 밸류 이상으로 IPO 혹은 매각이 이루어져야 하는 만큼 단기간에 IPO 또는 매각 가능성은 높지 않은 것으로 판단한다.

카카오 자회사 중 SOTP 밸류에이션에서 가장 큰 비중을 차지하는 회사는 카카오엔터테인먼트이며, 그 다음이 픽코마와 모빌리티 순이다. 언론에 따르면, 카카오는 카카오엔터테인먼트, 모빌리티를 전략 자산이 아닌 매각 자산으로 분류하고 있다. 고로, 해당 지분의 매각 가능성을 검토해볼 필요가 있다고 판단한다. 또한, 네이버웹툰이 상장함에 따라 엔터테인먼트와 픽코마의 적정 가치에 대한 고민을 해 볼 시점이기도 하다. 매각 가치인 EV를 기준으로 피어 그룹과의 가치를 비교하고, 가장 최근 투자 유치 밸류를 기준으로 기업가치를 산정하는 것이 합리적인지 재검토하고 밸류에이션에서 할인율을 조정했다.

웹툰엔터테인먼트는 상장 초기 변동성이 큰 구간이지만, 3~4조 원 내외의 시가총액을 기록하고 있다. 7/26 시가총액을 기준으로 계산한 EV는 3.5조 원이며, 24F EV/SALES는 2배, EV/EBITDA는 60배로 글로벌 피어 대비 높은 편이지만, IPO 관련 일회성 비용이 사라지는 25년에는 EV/EBITDA 배수가 18배로 급감한다.

픽코마와 카카오엔터테인먼트의 EV는 대규모 투자를 유치한 밸류에 순현금을 제외해서 계산했다. 픽코마는 23년 말 기준 6,000억 원 규모의 순현금을 보유했다. 24년 매출 7,200억 원, OPM 15%, 감가상각비 200억원으로 가정했고, 25년도 전년 대비 매출 성장률은 20%에 OPM은 동일한 수준으로 가정했다. 엔터테인먼트는 PIF, GIC의 투자 유치 후인 11.3조 원을 기준으로 계산했으며, 24년 예상 매출액은 2조 원, OPM 5%, 감가상각비 500억원으로 가정했다. 25년도에는 매출이 2.5조 원까지 성장하고, OPM 7% 확대된다고 다소 공격적으로 가정했다. 두 기업의 24년도 기준 EV/SALES와 EV/EBITDA 배수는 각각 11배/64배, 6배/75배로 피어그룹 평균을 큰 폭으로 상회한다.

모빌리티 EV 규모는 21년도 4,000억 원 규모의 투자 유치 시 신주 발행가액을 기준으로 계산한 시가총액인 4.1조 원을 기준으로 계산했다. 24년도 매출액은 6,000억원, OPM 10%, 감가상각비 300억 원으로 가정했으며, 25년도에는 20%의 매출액 성장과 동일한 OPM 유지로 가정했다. 24년 기준 EV/SALES와 EV/EBITDA 배수는 각각 6배, 42배로 역시나 평균을 상회한다.

### 목표주가 53,000원으로 하향

SOTP 밸류에이션에서 자회사 지분 가치를 하향 조정함에 따라 목표주가를 기존의 62,000원에서 53,000원으로 하향 조정한다. 카카오엔터테인먼트와 픽코마의 지분 가치 할인율을 60%로 상향했다. 카카오모빌리티는 21년 12월 GS리테일에 투자받을 당시 인정받은 기업가치 5조 원로 반영해왔으나, 현실성을 고려해 21년 초 4,000억 원의 투자 유치 시 기업가치 4.1조 원으로 하향 조정했다.

### Company Brief

**Buy** (Maintain)

**목표주가(12M)** 53,000원(하향)  
**증가(2024.07.26)** 39,800원  
**상승여력** 33.2%

#### Stock Indicator

자본금	45십억원
발행주식수	44,344만주
시가총액	17,649십억원
외국인지분율	26.8%
52주 주가	37,600~61,100원
60일평균거래량	1,270,425주
60일평균거래대금	55.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	-15.9	-29.7	-21.3
상대수익률	0.3	-18.7	-39.9	-26.1

#### Price Trend



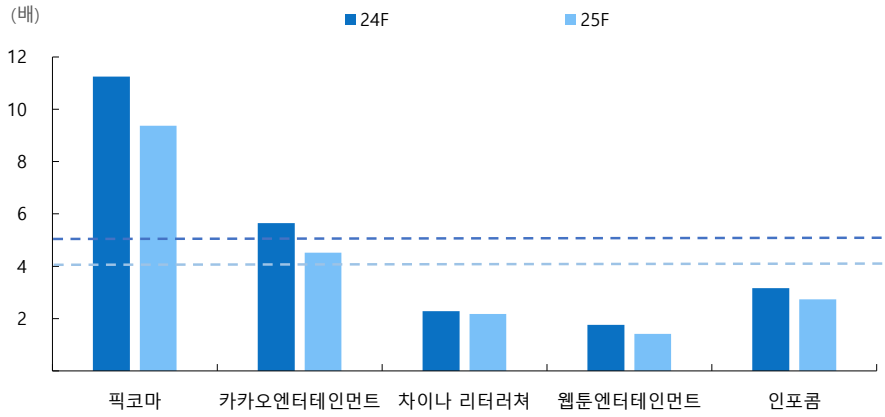
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	7,557	8,212	9,095	10,005
영업이익(십억원)	461	571	999	1,901
순이익(십억원)	-1,013	519	385	1,267
EPS(원)	-2,276	1,170	867	2,859
BPS(원)	21,948	23,368	24,406	27,435
PER(배)		34.0	45.9	13.9
PBR(배)	2.5	1.7	1.6	1.5
ROE(%)	-10.3	5.2	3.6	11.0
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	15.4	11.7	7.9	3.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임]

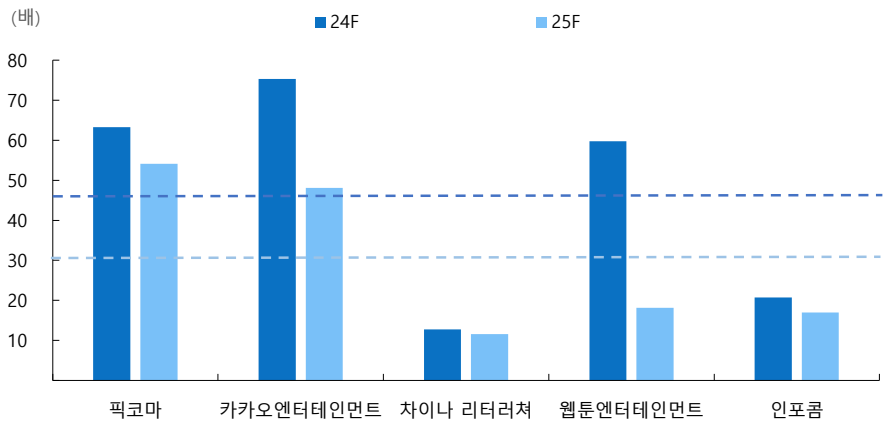
윤예지 2122-9180 yj.yoon@hi-ib.com

그림1. 글로벌 스낵 콘텐츠 기업 EV/SALES 지표 비교



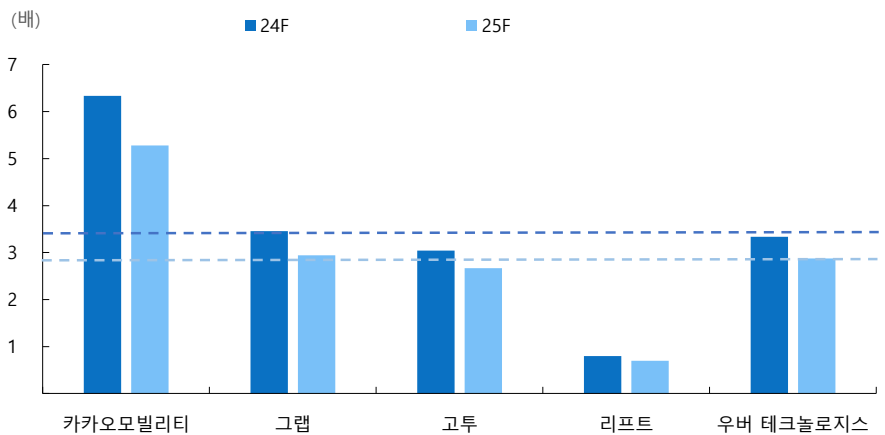
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 글로벌 스낵 콘텐츠 기업 EV/EBITDA 지표 비교



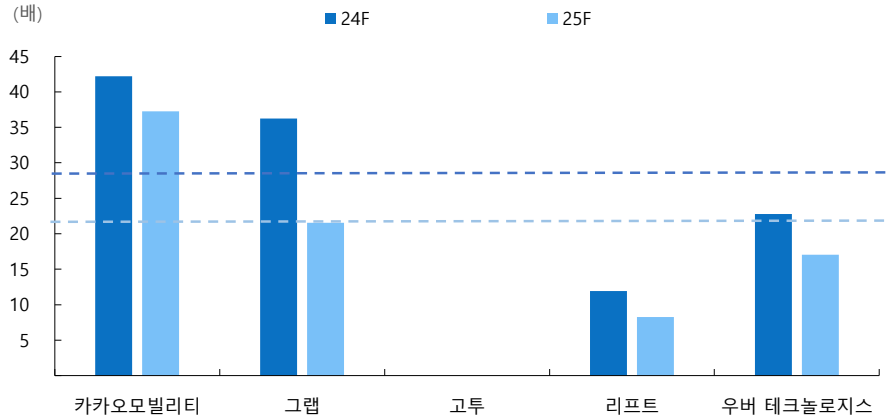
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 글로벌 모빌리티 기업 EV/SALES 지표 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 글로벌 모빌리티 기업 EV/EBITDA 지표 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

표1. 카카오 재무 정리

(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
<b>매출</b>	6,799	7,557	8,212	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	1,982	2,099	2,142
플랫폼	3,463	3,505	3,867	848	869	880	957	955	927	938	1,047
특비즈	1,902	1,933	2,092	485	480	479	538	522	496	494	580
포털비즈	424	344	349	84	89	83	88	85	91	84	89
플랫폼 기타	1,137	1,228	1,426	280	300	317	331	348	341	359	378
콘텐츠	3,336	4,003	4,345	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,055	1,162	1,095
게임	1,110	1,010	1,060	247	269	262	232	243	259	283	275
뮤직	894	1,724	2,005	232	481	513	498	468	495	529	513
스토리	921	922	915	229	231	249	213	227	229	247	212
미디어	412	347	364	68	73	107	99	95	71	103	95
<b>영업비용</b>	6,230	7,096	7,641	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,855	1,938	1,980
매출연동비	2,654	2,986	3,309	642	780	849	714	820	793	840	857
인건비	1,701	1,860	1,910	448	472	468	472	479	461	479	491
마케팅비	417	406	441	97	100	105	104	89	119	115	118
상각비	580	751	815	150	192	198	210	198	202	206	210
외주인프라	684	835	836	174	205	199	257	202	202	214	218
기타	192	258	329	50	60	69	80	80	79	84	86
<b>영업이익</b>	569	461	571	63	113	124	161	120	127	162	162
OPM(%)	8.4	6.1	7.0	3.9	5.9	6.2	8.0	6.0	6.4	7.7	7.6
<b>지배주주순이익</b>	1,358	(676)	519	76	55	28	(836)	74	128	159	159
NPM(%)	20.0	(8.9)	6.3	4.7	2.9	1.4	(41.8)	3.7	6.5	7.6	7.4

자료: 카카오, 하이투자증권 리서치본부

표2. 카카오엔터테인먼트, 픽코마 EV/SALES, EV/EBITDA 지표

(단위: 십억원)

종목명		픽코마	카카오엔터테인먼트	차이나 리터러처	웹툰엔터테인먼트	인포콤
시가총액 혹은 투자밸류		8,800	11,300	4,459	3,688	3,141
EV		8,200	11,300	3,364	3,487	2,806
EV/EBITDA	24F	11	6	2	2	3
	25F	9	5	2	1	3
EV/SALES	24F	64	75	13	60	21
	25F	55	48	12	18	17

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: 24/7/26 기준

표3. 카카오엔터테인먼트, 픽코마 피어 기업 정리

(단위:십억원, 원)

종목명		차이나 리터러처	웹툰엔터테인먼트	인포콤	COL Group Co Ltd
시가총액		4,506	3,688	3,135	2,738
사업 요약		중국 최대 웹소설, 웹툰 플랫폼	글로벌 1위 모바일 플랫폼	일본 2위 웹만화 플랫폼	글로벌 최대 스포츠 드라마 플랫폼
매출액	22	1,463	1,395	671	226
	23	1,294	1,676	680	260
	24F	1,445	1,985	860	311
	25F	1,521	2,465	996	360
영업이익	22	91	-148	105	-71
	23	99	-48	82	-3
	24F	206	-71	119	25
	25F	234	99	148	33
순이익	22	259	N/A	72	-69
	23	209	N/A	35	16
	24F	265	-198	82	25
	25F	287	27	102	32
EPS	22	115	N/A	1,311	-95
	23	148	N/A	630	23
	24F	261	-1,641	1,501	34
	25F	283	200	1,852	43
매출액성장률(%)	23	-12	20	1	15
	24F	12	18	26	20
	25F	5	24	16	16
EPS성장률(%)	23	28	N/A	-52	-124
	24F	77	N/A	138	51
	25F	8	-112	23	26
영업이익률(%)	23	8	-3	12	-1
	24F	14	-4	14	8
	25F	15	4	15	9
PER	23	29	N/A	50	246
	24F	17	N/A	35	110
	25F	15	145	29	88
PBR	23	1	0	7	12
	24F	1	2	6	11
	25F	1	2	5	10
ROE	23	4	-11	14	5
	24F	6	-8	19	10
	25F	6	2	21	11

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: 24/7/26 기준

표4. 카카오모빌리티 EV/SALES, EV/EBITDA 지표

(단위: 십억원)

종목명		카카오모빌리티	그랩	고투	리프트	우버 테크놀로지스
시가총액 혹은 투자밸류		3,500	18,146	5,413	6,825	190,290
EV		3,200	13,410	3,580	6,113	199,491
EV/EBITDA	24F	6	3	3	1	3
	25F	5	3	3	1	3
EV/SALES	24F	42	36	N/A	12	23
	25F	37	22	N/A	8	17

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: 24/7/26 기준

표5. 카카오모빌리티, 픽코마 피어 기업 정리

(단위:십억원, 원)

종목명		우버 테크놀로지스	Grab Holdings Ltd	리프트	GoTo Gojek Tokopedia Tbk PT
시가총액		190,311	18,149	6,825	5,500
매출액	22	41,196	1,852	5,292	987
	23	48,714	3,082	5,754	1,268
	24F	59,678	3,851	7,629	1,176
	25F	69,216	4,523	8,745	1,343
영업이익	22	-2,368	-1,774	-1,885	-2,638
	23	1,450	-678	-621	-882
	24F	4,207	-292	309	-324
	25F	7,772	145	446	-180
순이익	22	-11,813	-2,249	-687	-3,442
	23	2,656	-634	328	-7,754
	24F	3,309	-197	290	-341
	25F	6,996	241	519	-164
EPS	22	-6009	-569	-1936	-3
	23	1228	-144	235	-7
	24F	1543	-17	971	0
	25F	3233	77	1305	0
매출액성장률(%)	23	18	66	9	28
	24F	23	25	33	-7
	25F	16	17	15	14
EPS성장률(%)	23	-120	-75	-112	115
	24F	26	-88	313	-96
	25F	110	-557	34	-61
영업이익률(%)	23	3	-22	-11	-70
	24F	7	-8	4	-28
	25F	11	3	5	-13
PER	23	148	N/A	N/A	N/A
	24F	59	N/A	17	N/A
	25F	28	60	13	N/A
PBR	23	12	2	10	2
	24F	10	2	7	2
	25F	7	2	5	2
ROE	23	14	-5	-42	-109
	24F	19	-1	-10	-8
	25F	30	3	11	-5

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: 24/7/26 기준

표6. 카카오 SOTP 밸류에이션

구분	(십억원)	비고
구분	(단위:십억원)	비고
(1) 플랫폼가치	12,825	
24FNOPLAT	513	별도 기준 추정치
배수	25	
(2) 주요 자회사 가치	7,919	
엔터테인먼트 적정가치	11,300	직전 투자 기준
지분율(%)	66	
할인율(%)	60	
엔터테인먼트 지분가치 (a)	2,983	
게임즈 적정가치	1,516	전일 종가 기준
지분율(%)	51	
할인율(%)	50	
게임즈 지분가치 (b)	386	
페이 적정가치	3,465	전일 종가 기준
지분율(%)	47	
할인율(%)	50	
페이 지분가치 (c)	806	
모빌리티 적정가치	4,100	직전 투자 기준
지분율(%)	57	
할인율(%)	50	
모빌리티 지분가치 (d)	1,175	
픽코마 적정가치	8,800	직전 투자 기준
지분율(%)	73	카카오 지분율만 포함
할인율(%)	60	
픽코마 지분가치 (e)	2,570	
(3) 주요 지분가치	1,388	
카카오뱅크 적정가치	10,206	전일 종가 기준
지분율(%)	27	
할인율(%)	50	
카카오뱅크 지분가치	1,388	
(4) 순차입금	-1,020	1Q24 기준
카카오 적정가치 (1)+(2)+(3)-(4)	23,152	
주식 수(천 주)	437,543	
적정주가	52,914	
<b>목표주가</b>	<b>53,000</b>	
현재주가	39,800	
상승여력(%)	33	

자료: 카카오, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 픽코마 23년도 연말 기준 재무상태표

科目	金額	科目	金額
<b>(資産の部)</b>		<b>(負債の部)</b>	
<b>流動資産</b>	<b>80,597,711</b>	<b>流動負債</b>	<b>14,931,739</b>
現金及び預金	70,192,335	買掛金	7,351,532
売掛金	9,243,798	未払金	1,965,880
前払費用	653,521	未払費用	281,550
未収利息	21,042	未払法人税等	2,149,778
立替金	3,808	未払消費税等	364,543
未収入金	542,088	前受金	1,644,216
1年内回収予定の 敷金保証金	186,006	役員賞与引当金	137,714
その他	22	賞与引当金	285,000
貸倒引当金	△244,912	イベントコイン引当金	307,897
		リフレッシュ休暇引当 金	4,300
		解約損失引当金	262,517
		その他	176,808
<b>固定資産</b>	<b>7,492,883</b>	<b>固定負債</b>	<b>492,648</b>
<b>有形固定資産</b>	<b>1,416,626</b>	リフレッシュ休暇引当 金	32,316
建物附属設備	1,369,882	資産除去債務	434,714
工具器具備品	629,391	その他	25,617
減価償却累計額	△582,647		
<b>無形固定資産</b>	<b>298,965</b>	<b>負債合計</b>	<b>15,424,388</b>
ソフトウェア	298,965	<b>(純資産の部)</b>	
<b>投資その他の資産</b>	<b>5,777,291</b>	<b>株主資本</b>	<b>72,666,206</b>
敷金及び保証金	1,599,626	<b>資本金</b>	<b>90,000</b>
関係会社株式	2,248,447	<b>資本剰余金</b>	<b>61,863,481</b>
投資有価証券	248,189	資本準備金	34,595,928
関係会社長期貸付金	240,000	その他資本剰余金	27,267,552
前払年金費用	16,462	<b>利益剰余金</b>	<b>11,210,068</b>
繰延税金資産	1,662,055	その他利益剰余金	11,210,068
その他	4,402	<b>自己株式</b>	<b>△497,343</b>
貸倒引当金	△241,891	<b>純資産合計</b>	<b>72,666,206</b>
<b>資産合計</b>	<b>88,090,594</b>	<b>負債純資産合計</b>	<b>88,090,594</b>

자료: 픽코마, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,943	9,321	10,084	12,494	매출액	7,557	8,212	9,095	10,005
현금 및 현금성자산	5,389	5,556	6,065	8,212	증가율(%)	11.2	8.7	10.8	10.0
단기금융자산	1,884	1,965	2,049	2,137	매출원가	-	-	-	-
매출채권	1,171	1,270	1,402	1,539	매출총이익	7,557	8,212	9,095	10,005
재고자산	139	151	167	184	판매비와관리비	7,096	7,641	8,096	8,104
비유동자산	15,090	15,005	14,903	14,829	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1,322	1,409	1,456	1,512	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5,689	5,503	5,341	5,198	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	25,180	25,472	26,133	28,470	영업이익	461	571	999	1,901
유동부채	6,245	6,035	5,981	6,018	증가율(%)	-19.1	23.9	75.0	90.3
매입채무	242	263	291	320	영업이익률(%)	6.1	7.0	11.0	19.0
단기차입금	1,053	853	693	565	이자수익	190	197	212	271
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	163	146	135	127
비유동부채	3,737	3,687	3,637	3,587	지분법이익(손실)	4	4	4	4
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-2,122	-85	-76	-5
장기차입금	846	796	746	696	세전계속사업이익	-1,648	652	960	2,063
부채총계	11,321	11,061	10,957	10,945	법인세비용	168	175	270	-211
지배주주지분	9,764	10,359	10,819	12,161	세전계속이익률(%)	-21.8	7.9	10.6	20.6
자본금	45	44	44	44	당기순이익	-1,817	477	690	2,274
자본잉여금	8,840	8,840	8,840	8,840	순이익률(%)	-24.0	5.8	7.6	22.7
이익잉여금	1,922	2,415	2,773	4,013	지배주주귀속 순이익	-1,013	519	385	1,267
기타자본항목	-1,043	-941	-839	-736	기타포괄이익	102	102	102	102
비지배주주지분	4,095	4,052	4,358	5,364	총포괄이익	-1,715	579	792	2,376
자본총계	13,859	14,411	15,176	17,525	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

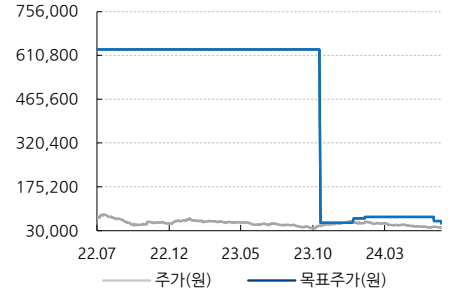
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,341	1,102	1,248	2,798	주당지표(원)				
당기순이익	-1,817	477	690	2,274	EPS	-2,276	1,170	867	2,859
유형자산감가상각비	489	153	143	134	BPS	21,948	23,368	24,406	27,435
무형자산상각비	271	285	253	224	CFPS	-566	2,158	1,759	3,667
지분법관련손실(이익)	4	4	4	4	DPS	61	61	61	61
투자활동 현금흐름	-1,780	-941	-884	-879	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-561	-240	-190	-190	PER		34.0	45.9	13.9
무형자산의 처분(취득)	-135	-100	-90	-81	PBR	2.5	1.7	1.6	1.5
금융상품의 증감	-495	-9	-9	-9	PCR	-95.9	18.4	22.6	10.9
재무활동 현금흐름	1,020	457	597	679	EV/EBITDA	15.4	11.7	7.9	3.8
단기금융부채의증감	-59	-400	-260	-178	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	199	-50	-50	-50	ROE	-10.3	5.2	3.6	11.0
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA이익률	16.2	12.3	15.3	22.6
배당금지급	-55	-27	-27	-27	부채비율	81.7	76.8	72.2	62.5
현금및현금성자산의증감	553	166	509	2,148	순부채비율	-38.8	-40.7	-44.0	-51.9
기초현금및현금성자산	4,836	5,389	5,556	6,065	매출채권회전율(x)	7.6	6.7	6.8	6.8
기말현금및현금성자산	5,389	5,556	6,065	8,212	재고자산회전율(x)	50.6	56.8	57.3	57.1

자료 : 카카오, 하이투자증권 리서치본부



카카오 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-13(담당자변경)	Buy	56,000	-4.8%	9.1%
2024-01-22	Buy	70,000	-21.5%	-17.6%
2024-02-15	Buy	75,000	-35.4%	-21.7%
2024-07-10	Buy	62,000	-34.0%	-31.7%
2024-07-29	Buy	53,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%