

카카오(035720.KS)



인터넷/게임 담당 정호윤, CFA
Tel. 02)368-6143 / jungghy@eugenefn.com

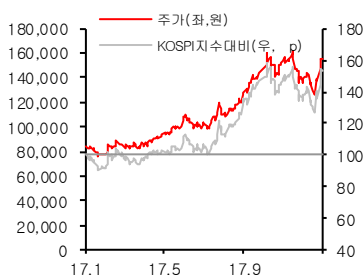
BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 210,000원
현재주가(1/5) 156,000원

| Key Data | (기준일: 2018.1. 5) |
|----------------------|------------------|
| KOSPI(pt) | 2,497.5 |
| KOSDAQ(pt) | 828.0 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(십억원) | 10,593.7 |
| 52주 최고/최저(원) | 168,000 / 76,100 |
| 52주 일간 Beta | 1.14 |
| 발행주식수(천주) | 67,909 |
| 평균거래량(3M, 천주) | 954 |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 141,248 |
| 배당수익률(17F, %) | 0.2 |
| 외국인 지분율(%) | 23.8 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 김범수외 31인 | 36.2 |
| MAXIMO PTE. LTD. | 8.3 |
| Star Invest Holdings | 8.2 |

| Company Performance | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---------------------|------|-----|------|------|
| 주가수익률(%) | | | | |
| 절대수익률 | 11.0 | 8.3 | 52.2 | 85.7 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 11.5 | 4.0 | 47.6 | 63.4 |

Company vs KOSPI composite



암호화폐, 무시하기에는 너무 큰 파도

카카오, 암호화폐 핵심 관련주로 급부상

■ 암호화폐에 대한 사회적 관심이 뜨거운 가운데 카카오가 암호화폐의 핵심 관련주로 시장의 큰 주목을 받고 있다. 이는 카카오가 국내 최대의 암호화폐 거래소로 급부상한 업비트를 개발한 두나무의 지분을 보유하고 있기 때문이다. Dart를 통해 확인가능한 카카오의 두나무에 대한 지분은 8.8%이지만 카카오의 100% 자회사인 케이큐브벤처스가 두나무의 지분을 약 13.3% 보유하고 있으며, 카카오가 33%의 지분을 보유하고 있는 카카오 청년창업펀드가 약 3.1%의 지분을 보유하고 있는 것으로 파악되고 있다.

두나무 가치, 어떻게 보아야 할 것인가?

- 두나무의 적정가치 파악을 위해서는 업비트 거래소의 이익규모를 먼저 추정해볼 필요가 있다. 1월 이후 업비트의 거래대금은 약 7조원 ~ 8조원 사이를 유지하고 있는 것으로 계산된다. 현재 업비트의 매매에 따른 수수료가 시는쪽/파는쪽이 모두 0.05%이므로 일 평균 거래수수료는 단순하게 7조원 x 0.05% x 2 로 계산할 경우 약 70억원 규모로 추산 가능하다. (당사는 1월 2일 자 자료에서 업비트의 일 거래수수료가 약 35.5억원이라고 추산하였으나 이는 단순히 거래대금에 수수료율 0.05%만을 곱해 준 것으로 거래소는 거래대금에 대해서 시는쪽/파는쪽 양쪽에서 수수료를 받기 때문에 2를 곱해주어야 할 것이라고 수정한다.) (2p 업비트의 이익규모 산정에 대한 상세 내역 정리)
- 2018년 암호화폐시장이 어떻게 흘러갈지를 예측하는 것은 여전히 쉬운 일은 아니다. 암호화폐에 대한 관심확대로 시장 자체가 여전히 성장할 여지도 있으며, 정부의 규제가 강화됨으로써 투자 열기가 식을 가능성 또한 상존한다. 이 밖에도 신규 거래소들의 지속적인 출시로 암호화폐의 거래대금이 분산되고, 경쟁심화로 수수료율이 낮아질 가능성 또한 충분히 존재한다. 그러나 여러가지 가능성들을 동시에 고려한다 하더라도 현재 업비트의 이익규모를 고려해 보았을 때 두나무(업비트)의 가치가 일정부분 카카오의 적정 기업가치에 반영되어야 한다고 당사는 판단한다.

투자 의견 BUY 유지하며 목표주가 210,000원으로 상향

- 카카오에 대해 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존의 170,000원에서 23.5% 상향조정된 210,000원으로 수정 제시한다. 목표주가의 상향은 기존의 SOTP 방식에서 두나무의 지분가치 3.7 조원을 반영했음에 기인하며, 두나무의 가치는 2018년 일평균 거래대금 7조원을 가정하여 산출한 순이익 2,6조원에 다양한 불확실성을 감안하여 6.0배의 Valuation을 적용, 그리고 카카오의 지분을 23.1%를 곱하여 산출하였다.
- 암호화폐 시장이 여전히 구조적 성장기의 초입일 가능성이 높고, 업비트와 라인의 제휴를 통한 일본 진출 등 추가적인 모멘텀이 존재하고 있어 향후 업비트의 가치에 대해서는 여전히 긍정적으로 바라보아야 할 것이며 암호화폐 시장의 변화에 꾸준한 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다.



업비트(Upbit)의 이익규모 알아보기

암호화폐에 대한 사회적 관심이 점점 커져가고 있는 가운데, 암호화폐 시장의 중심에 서있는 거래소들의 이익규모에 대해서도 많은 관심이 모아지고 있다. 따라서 업비트의 이익 추정에 대해 다시 한번 보다 자세히 써보고자 한다.

1) 거래소 수수료매출 추정 = 거래대금 x 수수료율 x 2

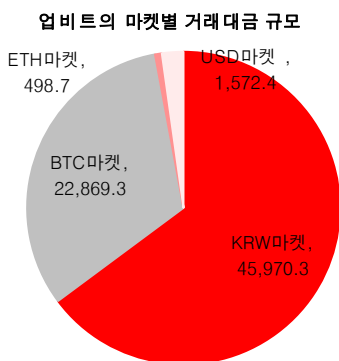
우선 거래소의 수수료매출 추정에 있어 필요한 것은 거래대금과 수수료율이다. 다만 중요한 것은 거래대금은 거래대금에 대해 사는사람과 파는사람이 동시에 발생하므로 특정 규모의 거래대금에 대해(즉 천만원이라고 가정하면) 수수료는 양쪽에서 발생한다는 점이다. 따라서 거래소의 수수료매출은 거래대금 x 수수료율 x 2의 식을 통해서 추산이 가능하다.

2) 업비트의 거래대금과 수수료율 자세히 보기

업비트의 거래대금은 1월 1일 이후 약 7조원 ~ 8조원 규모가 유지되고 있는 것으로 추산된다. 당사는 계산을 위해 업비트의 일평균 거래대금을 약 7조원이라고 가정하겠다. 다만 보다 상세히 들여다보면 업비트의 거래형태는 크게 두 가지로 구성되어 있는 것을 알 수 있다. 바로 원화거래(원화로 비트코인 등 암호화폐를 매매하는 거래), 그리고 BTC/ETH/USDT거래(비트코인, 이더리움 등으로 다른 알트코인들을 구매하는 거래)의 두 가지이다.

거래형태를 구분하는 것이 중요한 이유는 두 거래의 수수료율이 크게 차이가 나기 때문이다. 원화거래의 경우 수수료율은 5bp(13.9bp에서 할인행사 중)이나 BTC/ETH 거래는 Bittrex와의 독점제휴를 통해 제공하는 서비스이기 때문에 수수료율이 25bp로 높기 때문이다. 그리고 BTC/ETH 거래에서 발생하는 수수료는 Bittrex와 업비트가 나누어서 수익으로 인식하는 것으로 파악된다.

도표 1 업비트는 원화마켓이 약 4.5조원, 기타마켓이 약 2.5조원 규모의 거래대금을 보이고 있음



자료: 업비트, 유진투자증권
주: 단위는 억원

도표 2 원화마켓의 수수료율은 현재 5bp, 기타마켓의 수수료율은 25bp

| KRW 마켓 | BTC 마켓 | ETH 마켓 | USDT 마켓 |
|----------------------------|--------|--------|---------|
| 0.139% → 0.05% (64% 할인) | | 0.25% | |

*Maker/Taker 수수료는 동일합니다.

자료: 업비트, 유진투자증권
주: 기타마켓 수수료는 Bittrex와 업비트가 나누어 수익으로 인식



3) 업비트 수수료 매출 얼마정도일까?

따라서 단순히 우리가 7조원 x 5bp x 2의 공식을 통해서 업비트의 일평균 수수료 매출이 약 70억원 규모라고 계산할 수 있으나 보다 상세하게마켓별로 수수료를 차등 적용해서 계산해보면 (4.5조원 x 5bp + 2.5조원 x 10bp(업비트 인식분, 당사추정)) x 2, 즉 약 96억원 수준의 일 평균 수수료 매출이 발생한다고 파악해볼 수 있다.

만약 현재 5bp로 할인 중인 수수료율이 13.9bp로 정상화된다고 가정한다면 (4.5조원 x 13.9bp + 2.5조원 x 10bp) x 2, 즉 178억원의 수수료 매출이 발생한다고 추정할 수 있다.

갑작스럽게 너무 큰 숫자가 나와서 놀라울 수는 있으나 이는 현재 업비트에서 파악되고 있는 숫자들만을 이용하여 계산한 것이며, 어떠한 임의적인 가정도 들어가 있지 않은 숫자이다. 업비트에서 제공하는 거래대금이 우리가 통상적으로 주식시장에서 언급하는 거래대금과 동일한 정의의 개념이라면 업비트의 현재 일 평균 수수료 매출은 약 96억원 수준이라고 파악하는 것이 합리적인 것이다.