

카카오

BUY(유지)

035720 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(상향)	210,000원	현재주가(02/14)	180,000원	Up/Downside	+16.7%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 02. 17

특보드 성장세 및 금융/콘텐츠 확장에 주목

4Q19 Review

영업이익 컨센서스 상회: 4Q19 매출액과 영업이익은 8,673억원(+29%YoY), 794억원(+1749%YoY)으로 컨센서스 영업이익 692억원을 상회하였다. 플랫폼 부문의 성장은 특비즈가 견인한 것으로 보인다. 특비즈보드 일매출이 4분기 4억원 이상 수준으로 올라왔고 선물하기 등 커머스도 성수기 효과 등에 힘입어 역대 최고 거래액을 달성하며 특비즈 매출이 고성장한 모습이다. 모빌리티 사업 및 페이지의 확대에 힘입어 신사업도 성장세가 지속되었다. 콘텐츠부문은 경쟁 심화로 주춤했던 뮤직이 성장세를 보였고 게임도 신작 효과로 매출이 증가하면서 픽코마 매출 인식이 총액에서 순액으로 일시조정된 것으로 제외하면 전반적으로 호조였다. 이에 힘입어 성과급 등 인건비 증가 등에도 불구하고 영업마진이 개선되었다. 영업외단에서는 멜론 영업권 등에 대한 무형자산 손상처분 4,233억원이 반영되면 당기순손실 4,398억원을 기록하였다.

Action

목표주가 21만원으로 상향: 카카오에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 21만원으로 상향하였다. 이는 특비즈보드 호조를 감안하여 20년 영업이익 추정치를 기존대비 5% 높이고 특비즈 사업부문에 적용한 멀티플을 상향 조정한 것 등에 기인한다. 특보드의 성장세 및 금융/콘텐츠사업 확장에 주목할 필요가 있다고 판단된다. 특비즈보드가 향후 광고주 유입 확대 및 트래픽 추가 오픈을 통해 성장하며 카카오의 영업실적 개선을 지속 견인하는 가운데 카카오뱅크의 상장 및 오픈뱅킹 및 증권업 진출에 따른 카카오페이지의 행보도 주목해야 할 부분이다. 또한 기존 BM 및 IP 확장 전략으로 성장하고 있는 카카오페이지의 상장 일정이 상반기내에 구체화되고 올해 구체화되는 카카오M의 콘텐츠 밸류체인간 시너지도 관련 포인트이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,972	2,417	3,090	3,778	4,391
(증가율)	34.7	22.5	27.8	22.3	16.2
영업이익	165	73	207	433	624
(증가율)	42.4	-55.9	183.2	109.7	43.9
지배주주순이익	109	48	-298	212	397
EPS	1,602	613	-3,552	2,521	4,725
PER (H/L)	104.9/47.5	265.1/140.3	NA	71.4	38.1
PBR (H/L)	2.8/1.3	2.6/1.4	2.7	3.1	2.9
EV/EBITDA (H/L)	35.4/15.8	46.6/29.1	33.0	24.2	17.4
영업이익률	8.4	3.0	6.7	11.5	14.2
ROE	2.9	1.0	-6.0	4.3	7.6

Stock Data

52주 최저/최고	98,300/180,000원
KOSDAQ /KOSPI	689/2,244pt
시가총액	155,612억원
60일-평균거래량	450,248
외국인지분율	31.7%
60일-외국인지분율변동추이	+0.8%p
주요주주	김범수 외 21인 26.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	7.8	16.5	79.1
상대기준	7.6	11.1	77.7

도표 1. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	7,063	7,330	7,832	8,673	8,654	9,185	9,415	10,529	24,170	30,898	37,783
YoY	27.2	24.5	30.7	28.8	22.5	25.3	20.2	21.4	22.5	27.8	22.3
플랫폼	3,131	3,268	3,507	4,440	4,446	4,876	5,044	5,675	10,393	14,347	20,042
특비즈(카카오톡/커머스/신규특BM등)	1,269	1,389	1,624	2,216	2,259	2,541	2,722	3,158	4,211	6,499	10,680
YoY	43.3	42.4	51.6	73.3	78.0	82.9	67.6	42.5	63.2	54.3	64.3
포털비즈(다음 PC/모바일, 카스 등)	1,264	1,369	1,261	1,342	1,267	1,346	1,267	1,358	4,954	5,236	5,238
YoY	3.9	6.7	9.1	3.4	0.2	-1.7	0.5	1.2	-1.5	5.7	0.0
신사업(카카오모빌리티, 페이, 기타)	598	510	623	882	920	989	1,056	1,159	1,227	2,612	4,124
YoY	171.6	103.0	105.3	94.7	53.8	94.0	69.6	31.4	0.0	0.0	0.0
콘텐츠	3,932	4,062	4,324	4,233	4,208	4,308	4,371	4,854	13,777	16,551	17,741
게임 (모바일/PC, 카카오 VX)	940	984	990	1,059	971	1,004	1,001	1,054	4,170	3,973	4,030
YoY	-10.9	-11.9	-0.4	5.5	3.2	2.0	1.1	-0.5	21.9	-4.7	1.4
뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	1,372	1,446	1,515	1,533	1,415	1,417	1,463	1,449	5,329	5,866	5,743
YoY	8.7	10.8	11.4	9.4	3.1	-2.0	-3.4	-5.5	11.3	10.1	-2.1
유료 콘텐츠 (카카오페이지/다음웹툰/픽코마)	746	815	919	478	854	907	966	1,026	2,184	2,959	3,754
YoY	70.6	60.3	52.0	-24.5	14.4	11.3	5.1	114.7	72.1	35.5	26.9
IP 비즈니스 및 기타 (카카오IX/카카오M)	873	817	901	1,163	969	980	941	1,324	2,095	3,753	4,215
YoY	83.7	81.8	78.7	74.6	11.0	20.1	4.5	13.9	4.7	79.2	12.3
영업비용	6,786	6,926	7,241	7,879	7,823	8,229	8,427	8,971	23,440	28,832	33,450
YoY	24.5	23.4	27.3	17.8	15.3	18.8	16.4	13.9	29.7	23.0	16.0
인건비	1,601	1,590	1,774	2,052	1,895	1,966	2,052	2,232	5,419	7,018	8,145
매출연동비	3,306	3,419	3,550	3,598	3,635	3,867	3,936	4,096	10,795	13,873	15,533
외주/인프라	899	844	791	1,068	1,125	1,194	1,224	1,316	3,144	3,603	4,859
마케팅	329	399	368	415	433	459	471	526	1,873	1,512	1,889
상각비	501	534	607	564	580	579	584	632	1,381	2,206	2,374
기타 영업비용	149	139	150	182	156	165	160	168	829	620	650
영업이익	277	405	591	794	831	955	989	1,558	730	2,066	4,333
YoY	165.9	46.6	92.7	1,749.1	200.3	136.1	67.3	96.3	-55.9	183.2	109.7
OPM	3.9	5.5	7.5	9.2	9.6	10.4	10.5	14.8	3.0	6.7	11.5
순이익	176	310	515	-4,398	675	779	769	-263	159	-3,398	1,960
NPM	2.5	4.2	6.6	-50.7	7.8	8.5	8.2	-2.5	0.7	-11.0	5.2

자료: DB 금융투자

도표 2. 카카오 SoTP 밸류에이션

(단위: 억원 x %)

구분						
사업 가치						
부문	20E 매출액	영업이익	NOPLAT	멀티플	적정가치	비고
특 비즈니스	10,680	3,738	2,804	35.0	98,124	OPM 35% 가정, Target PER 35배 적용
포털 비즈니스	5,513	827	620	15.1	9,366	OPM 15% 가정, 인터넷 Peer PER 대비 20% 할인
뮤직	5,743	862	646	15.0	9,692	OPM 15% 가정, 시장성속 반영하여 PER 15배 적용
유료 콘텐츠(카카오 페이지 제외)	892	89	67	5.2	4,641	네이버웹툰에 적용한 PSR 6.5배 대비 20% 할인 적용
IP 비즈니스 및 기타	4,215	421	316	25.0	7,903	OPM 10% 가정, Target PER 25배 적용
사업 가치 합계 1)	27,044	5,937	4,453	29.1	129,725	
지분 가치 2)						
자회사	적정가치	지분율			지분가치	비고
카카오 모빌리티	13,000	69.3			9,009	투자 유치 시점 밸류에이션에 20% 할인 적용
카카오 페이	26,666	60.9			16,240	네이버파이낸셜의 가치 적용
카카오뱅크	21,600	34			7,344	자본총계 1.8조원, 적용 PBR 1.2배, 최대 지분율 적용
카카오 게임즈	4,950	60.4			2,990	20년 순이익 330억원, PER 15배 적용
카카오 페이지	18,597	63.7			11,846	20E 매출액에 네이버웹툰과 동일한 PSR 적용
지분 가치 합계 2)					47,429	
적정 카카오 연결 시가총액 1)+2)					177,154	
주식수					83,484	
적정 주가					212,201	
목표주가					210,000	

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	1,993	2,859	2,555	2,859	3,273
현금및현금성자산	1,117	1,247	721	835	1,051
매출채권및기타채권	179	194	263	291	314
재고자산	22	36	26	35	42
비유동자산	4,356	5,101	5,012	4,979	5,008
유형자산	271	315	294	321	405
무형자산	3,690	3,865	3,798	3,737	3,682
투자자산	373	848	848	848	848
자산총계	6,349	7,960	7,791	8,062	8,504
유동부채	1,041	2,039	2,220	2,305	2,390
매입채무및기타채무	425	767	947	1,032	1,118
단기차입금및단기차	0	498	498	498	498
유동성장기부채	170	110	110	110	110
비유동부채	846	293	293	293	293
사채및장기차입금	621	43	43	43	43
부채총계	1,887	2,332	2,513	2,598	2,684
자본금	34	42	43	43	43
자본잉여금	3,604	4,648	4,648	4,648	4,648
이익잉여금	403	453	145	346	732
비지배주주지분	434	490	449	433	404
자본총계	4,463	5,627	5,278	5,464	5,821

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	372	491	-112	345	534
당기순이익	125	16	-340	196	367
현금유출이없는비용및수익	161	148	244	271	407
영업및무형자산상각비	130	135	168	163	181
영업관련자산부채변동	48	329	97	20	26
매출채권및기타채권의감소	-2	-1	-69	-28	-23
재고자산의감소	1	-9	10	-10	-7
매입채무및기타채무의증가	3	154	181	85	86
투자활동현금흐름	-355	-1,261	-148	-211	-299
CAPEX	-75	-97	-80	-130	-211
투자자산의순증	-108	-469	0	0	0
재무활동현금흐름	468	891	-17	-19	-19
사채및차입금의 증가	-210	-129	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	499	1,052	1	0	0
배당금지급	-16	-12	-10	-10	-10
기타현금흐름	-10	9	-249	0	0
현금의증가	475	130	-526	114	216
기초현금	642	1,117	1,247	721	835
기말현금	1,117	1,247	721	835	1,051

자료: 카카오, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	1,972	2,417	3,090	3,778	4,391
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,972	2,417	3,090	3,778	4,391
판매비	1,807	2,344	2,883	3,345	3,768
영업이익	165	73	207	433	624
EBITDA	295	208	374	597	805
영업외손익	-12	58	-434	-96	9
금융손익	33	62	27	31	25
투자손익	9	7	-21	91	135
기타영업외손익	-54	-11	-440	-218	-151
세전이익	153	131	-227	338	633
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	125	16	-340	196	367
지배주주지분순이익	109	48	-298	212	397
비지배주주지분순이익	16	-32	-42	-16	-29
총포괄이익	119	24	-340	196	367
총감률(%YoY)					
매출액	34.7	22.5	27.8	22.3	16.2
영업이익	42.4	-55.9	183.2	109.7	43.9
EPS	83.4	-61.7	작전	흑전	87.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	1,602	613	-3,552	2,521	4,725
BPS	59,332	61,602	56,020	58,354	62,835
DPS	148	127	127	127	127
Multiple(배)					
P/E	85.5	168.0	NA	71.4	38.1
P/B	2.3	1.7	2.7	3.1	2.9
EV/EBITDA	29.9	35.3	33.0	24.2	17.4
수익성(%)					
영업이익률	8.4	3.0	6.7	11.5	14.2
EBITDA마진	15.0	8.6	12.1	15.8	18.3
순이익률	6.3	0.7	-11.0	5.2	8.4
ROE	2.9	1.0	-6.0	4.3	7.6
ROA	2.1	0.2	-4.3	2.5	4.4
ROIC	3.8	0.3	9.8	8.2	12.0
안정성및기타					
부채비율(%)	42.3	41.4	47.6	47.5	46.1
이자비용배율(배)	14.7	7.8	24.2	50.8	73.1
배당성향(배)	8.0	63.3	-3.1	5.3	2.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

카카오 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/09/17	Buy	165,000	-16.5	-8.5					
19/11/08	Buy	180,000	-13.2	-4.7					
20/01/23	Buy	200,000	-16.5	-10.0					
20/02/17	Buy	210,000	-	-					