

# 카카오

# BUY(유지)

035720 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	210,000원	현재주가(03/24)	154,500원	Up/Downside	+35.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 03.25

## 코로나19 영향권, 하지만 관전포인트는 유효

### 1Q20 Preview

**컨센서스 하회 예상:** 1분기 매출액과 영업이익은 8,601억원(+22%YoY), 656억원(+137%YoY)으로 컨센서스 영업이익 840억원을 하회할 전망이다. 코로나19로 인한 경기 침체 및 비수기 영향으로 광고 시장이 축소됨에 따라 관련 매출이 예상치를 밑돌 것으로 보인다. 1분기 톱보드 일매출도 지난 12월 대비 낮아진 것으로 파악된다. 이 밖에 커머스/페이/게임/유료 콘텐츠는 양호한 흐름이 이어지지만, 모빌리티와 뮤직(티켓)은 사회적 거리두기의 여파가 불가피한 상황이다. 외형 성장세가 둔화된 가운데 금융 사업 마케팅 증가 등으로 비용이 늘어나면서 수익성은 전분기 대비 저하될 전망이다.

### Comment

**주요 관전 포인트는 유효:** 코로나19 영향권 내에 있지만 톱보드의 성장세 및 금융/콘텐츠사업 확장 등의 관전 포인트는 유효하다. 톱보드가 올해 광고주 유입 확대 및 트래픽 추가 오픈을 통해 실적을 견인하는 가운데 은행의 상장과 증권업 진출을 본격화한 페이의 행보도 주목해야 할 부분이다. 또한 '이태원 클래스' 등 IP 확장 전략을 펼치고 있는 카카오페이지의 성장과 최근 투자로 1.7조원 가치를 산정 받은 카카오M의 콘텐츠 밸류체인 간의 시너지 전개도 기대 요인이다.

### Action

**투자의견 및 TP 유지:** 최근 카카오 주가는 코로나19 영향으로 고점대비 18% 하락하였다. 여전히 영향권 내이지만 주요 관전 포인트는 지속 유효하다고 판단되어 투자의견 Buy를 유지한다. 목표 주가도 유지하는데 이는 20년 영업이익 추정치를 기존보다 10% 낮추고 톱비즈 부문 적용 멀티플을 하향하여 적정 사업가치를 -13% 조정하였지만 카카오M 지분 가치를 신규 반영한 것에 기인한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
	(단위: 십억원 원 배 %)																		
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	100,500/190,500원												
매출액	1,972	2,417	3,090	3,757	4,362	KOSDAQ /KOSPI	480/1,610pt												
(증가율)	34.7	22.5	27.8	21.6	16.1	시가총액	134,013억원												
영업이익	165	73	207	390	621	60일-평균거래량	713,558												
(증가율)	42.4	-55.9	183.2	88.7	59.3	외국인지분율	31.1%												
지배주주순이익	109	48	-298	214	409	60일-외국인지분율변동추이	+0.9%p												
EPS	1,602	613	-3,552	2,549	4,869	주요주주	김범수 외 24 인 26.1%												
PER (H/L)	104.9/47.5	265.1/140.3	NA	60.6	31.7														
PBR (H/L)	2.8/1.3	2.6/1.4	2.7	2.6	2.5	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-15.8</td> <td>5.5</td> <td>48.6</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>8.7</td> <td>43.5</td> <td>101.8</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-15.8	5.5	48.6	상대기준	8.7	43.5	101.8
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-15.8	5.5	48.6																
상대기준	8.7	43.5	101.8																
EV/EBITDA (H/L)	35.4/15.8	46.6/29.1	33.0	22.2	14.9														
영업이익률	8.4	3.0	6.7	10.4	14.2														
ROE	2.9	1.0	-6.0	4.3	7.8														

도표 1. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>7,063</b>	<b>7,330</b>	<b>7,832</b>	<b>8,673</b>	<b>8,601</b>	<b>8,941</b>	<b>9,480</b>	<b>10,546</b>	<b>24,170</b>	<b>30,898</b>	<b>37,567</b>
YoY	27.2	24.5	30.7	28.8	21.8	22.0	21.0	21.6	22.5	27.8	21.6
<b>플랫폼</b>	<b>3,131</b>	<b>3,268</b>	<b>3,507</b>	<b>4,440</b>	<b>4,232</b>	<b>4,519</b>	<b>4,877</b>	<b>5,511</b>	<b>10,393</b>	<b>14,347</b>	<b>19,138</b>
특비즈(카카오톡/커머스/신규특BM등)	1,269	1,389	1,624	2,216	2,101	2,285	2,624	2,990	4,211	6,499	10,000
YoY	43.3	42.4	51.6	73.3	65.5	64.5	61.5	34.9	63.2	54.3	53.9
포털비즈(다음 PC/모바일, 카스 등)	1,264	1,369	1,261	1,342	1,271	1,319	1,274	1,372	4,954	5,236	5,236
YoY	3.9	6.7	9.1	3.4	0.5	-3.7	1.1	2.3	-1.5	5.7	0.0
신사업(카카오모빌리티, 페이, 기타)	598	510	623	882	860	915	978	1,149	1,227	2,612	3,902
YoY	171.6	103.0	105.3	94.7	43.9	79.5	57.2	30.3	0.0	0.0	0.0
<b>콘텐츠</b>	<b>3,932</b>	<b>4,062</b>	<b>4,324</b>	<b>4,233</b>	<b>4,369</b>	<b>4,422</b>	<b>4,604</b>	<b>5,035</b>	<b>13,777</b>	<b>16,551</b>	<b>18,429</b>
게임 (모바일/PC, 카카오 VX)	940	984	990	1,059	1,067	1,012	918	1,112	4,170	3,973	4,110
YoY	-10.9	-11.9	-0.4	5.5	13.5	2.8	-7.2	5.0	21.9	-4.7	3.4
뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	1,372	1,446	1,515	1,533	1,370	1,372	1,483	1,509	5,329	5,866	5,733
YoY	8.7	10.8	11.4	9.4	-0.2	-5.1	-2.1	-1.6	11.3	10.1	-2.3
유료 콘텐츠 (카카오페이지/다음웹툰/픽코마)	746	815	919	478	882	988	1,092	1,145	2,184	2,959	4,107
YoY	70.6	60.3	52.0	-24.5	18.1	21.2	18.8	139.5	72.1	35.5	38.8
IP 비즈니스 및 기타 (카카오X/카카오M)	873	817	901	1,163	1,050	1,050	1,110	1,269	2,095	3,753	4,479
YoY	83.7	81.8	78.7	74.6	20.3	28.6	23.2	9.1	4.7	79.2	19.3
<b>영업비용</b>	<b>6,786</b>	<b>6,926</b>	<b>7,241</b>	<b>7,879</b>	<b>7,944</b>	<b>8,098</b>	<b>8,461</b>	<b>9,166</b>	<b>23,440</b>	<b>28,832</b>	<b>33,669</b>
YoY	24.5	23.4	27.3	17.8	17.1	16.9	16.9	16.3	29.7	23.0	16.8
인건비	1,601	1,590	1,774	2,052	1,961	1,994	2,086	2,310	5,419	7,018	8,350
매출연동비	3,306	3,419	3,550	3,598	3,674	3,788	3,964	4,336	10,795	13,873	15,761
외주/인프라	899	844	791	1,068	1,092	1,127	1,176	1,202	3,144	3,603	4,597
마케팅	329	399	368	415	490	447	465	496	1,873	1,512	1,897
상각비	501	534	607	564	576	599	616	633	1,381	2,206	2,424
기타 영업비용	149	139	150	182	151	144	155	190	829	620	640
<b>영업이익</b>	<b>277</b>	<b>405</b>	<b>591</b>	<b>794</b>	<b>656</b>	<b>843</b>	<b>1,019</b>	<b>1,380</b>	<b>730</b>	<b>2,066</b>	<b>3,898</b>
YoY	165.9	46.6	92.7	1,749.1	137.3	108.3	72.4	73.9	-55.9	183.2	88.7
OPM	3.9	5.5	7.5	9.2	7.6	9.4	10.7	13.1	3.0	6.7	10.4
<b>순이익</b>	<b>176</b>	<b>310</b>	<b>515</b>	<b>-4,398</b>	<b>594</b>	<b>739</b>	<b>813</b>	<b>-164</b>	<b>159</b>	<b>-3,398</b>	<b>1,982</b>
NPM	2.5	4.2	6.6	-50.7	6.9	8.3	8.6	-1.6	0.7	-11.0	5.3

자료: DB 금융투자

도표 2. 카카오 SoTP 밸류에이션

(단위: 억원 x %)

구분						
<b>사업 가치</b>						
부문	20E 매출액	영업이익	NOPLAT	멀티플	적정가치	비고
특 비즈니스	10,000	3,500	2,625	30.0	78,749	OPM 35% 가정, Target PER 30배 적용
포털 비즈니스	5,512	827	620	15.0	9,301	OPM 15% 가정, 인터넷 Peer PER 대비 20% 할인
뮤직	5,733	860	645	15.0	9,675	OPM 15% 가정, 시장성속 반영하여 PER 15배 적용
유료 콘텐츠(카카오 페이지 제외)	1,402	140	105	5.2	7,292	네이버웹툰에 적용한 PSR 6.5배 대비 20% 할인 적용
IP 비즈니스 및 기타	2,169	434	325	25.0	8,133	OPM 15% 가정, Target PER 20배 적용
<b>사업 가치 합계 1)</b>	<b>24,816</b>	<b>5,761</b>	<b>4,321</b>	<b>26.2</b>	<b>113,150</b>	
<b>지분 가치 2)</b>						
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	5,250	60.4			3,171	20년 순이익 330억원, PER 15배 적용
카카오 페이지	17,580	63.7			11,199	20E 매출액에 네이버웹툰과 동일한 PSR 적용
카카오M	17,000	78.1			13,277	최근 투자시 적용 밸류에이션
<b>지분 가치 합계 2)</b>					<b>60,239</b>	
<b>적정 카카오 연결 시가총액 1)+2)</b>					<b>173,390</b>	
주식수					83,484	
적정 주가					207,692	
<b>목표주가</b>					<b>210,000</b>	

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,993	2,859	2,555	2,861	3,297
현금및현금성자산	1,117	1,247	721	838	1,077
매출채권및기타채권	179	194	263	289	312
재고자산	22	36	26	35	42
비유동자산	4,356	5,101	5,012	4,979	4,997
유형자산	271	315	294	321	394
무형자산	3,690	3,865	3,798	3,737	3,682
투자자산	373	848	848	848	848
자산총계	6,349	7,960	7,791	8,063	8,517
유동부채	1,041	2,039	2,220	2,304	2,390
매입채무및기타채무	425	767	947	1,031	1,117
단기차입금및단기차입금	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	2,597	2,683
자본금	34	42	43	43	43
자본잉여금	3,604	4,648	4,648	4,648	4,648
이익잉여금	403	453	145	348	747
비배주주지분	434	490	449	433	403
자본총계	4,463	5,627	5,278	5,466	5,834

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,972	2,417	3,090	3,757	4,362
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,972	2,417	3,090	3,757	4,362
영업이익	165	73	207	390	621
EBITDA	295	208	374	553	799
영업외손익	-12	58	-434	-60	9
금융손익	33	62	27	31	25
투자손익	9	7	-21	91	135
기타영업외손익	-54	-11	-440	-182	-151
세전이익	153	131	-227	330	631
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	125	16	-340	198	378
지배주주지분순이익	109	48	-298	214	409
비지배주주지분순이익	16	-32	-42	-16	-30
총포괄이익	119	24	-340	198	378
증감률(%YoY)					
매출액	34.7	22.5	27.8	21.6	16.1
영업이익	42.4	-55.9	183.2	88.7	59.3
EPS	83.4	-61.7	적전	흑전	91.0

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

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	372	491	-112	348	541
당기순이익	125	16	-340	198	378
현금유출이없는비용및수익	161	148	244	261	389
유형및무형자산상각비	130	135	168	163	178
영업관련자산부채변동	48	329	97	21	26
매출채권및기타채권의감소	-2	-1	-69	-26	-23
재고자산의감소	1	-9	10	-10	-7
매입채무및기타채무의증가	3	154	181	84	86
투자활동현금흐름	-355	-1,261	-148	-211	-283
CAPEX	-75	-97	-80	-130	-195
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	118	239
기초현금	642	1,117	1,247	721	838
기말현금	1,117	1,247	721	838	1,077

주요 투자지표

12월 결산년 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,602	613	-3,552	2,549	4,869
BPS	59,332	61,602	56,020	58,382	63,002
DPS	148	127	127	127	127
Multiple(배)					
P/E	85.5	168.0	NA	60.6	31.7
P/B	2.3	1.7	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	29.9	35.3	33.0	22.2	14.9
수익성(%)					
영업이익률	8.4	3.0	6.7	10.4	14.2
EBITDA마진	15.0	8.6	12.1	14.7	18.3
순이익률	6.3	0.7	-11.0	5.3	8.7
ROE	2.9	1.0	-6.0	4.3	7.8
ROA	2.1	0.2	-4.3	2.5	4.6
ROIC	3.8	0.3	9.8	7.7	12.4
안정성및기타					
부채비율(%)	42.3	41.4	47.6	47.5	46.0
이자보상배율(배)	14.7	7.8	24.2	45.7	72.8
배당성향(배)	8.0	63.3	-3.1	5.3	2.8

자료: 카카오, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

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 정확하게 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 투자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준임

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준임

- 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 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	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	-	-					