

# 카카오 (035720)

## 인터넷



이창영

02 3770 5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>335,000원 (U)</b>
현재주가 (6/19)	<b>263,500원</b>
상승여력	<b>27%</b>

시가총액	230,492억원
총발행주식수	87,473,372주
60일 평균 거래대금	2,745억원
60일 평균 거래량	1,251,658주
52주 고	270,000원
52주 저	122,000원
외인지분율	33.16%
주요주주	김범수 외 25 인 25.85%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.8	96.6	116.0
상대	10.8	33.9	114.3
절대(달러환산)	21.5	109.3	110.3

## 광고 이외에 높아진 사업 성공률

### 카카오 플랫폼의 높아진 성공률

금번 코로나 사태로 인해 모바일 사용으로 인한 편리함과 이로움의 경험들이 향후에도 우리들의 생활에 보다 다양하고 깊숙히 침투할 것으로 예상할 수 있었음. 이러한 경험은 이제까지 온라인 광고 및 커머스 대비 온라인 비중이 낮았던 콘텐츠, 금융, 모빌리티, 기타 다양한 분야(Something New)로 확대될 것으로 예상할 수 있게 해주었고 온라인 상에서 사용자 접촉 기회를 가장 많이 제공해 줄 수 있는 카카오 플랫폼에 대한 기대(밸류에이션 멀티플)가 상향되었다는 판단임

실제로 동사는 인터넷 기업의 가장 큰 수익원인 광고비중은 1Q20기준으로 37%(NAVER 84%)밖에 안되고 나머지는 카카오 플랫폼에 기반한 콘텐츠, 결제(금융), 모빌리티 매출액이 고성장하고 있는 것이 이러한 믿음과 기대를 증명해가고 있다는 판단임

### 작은 시작

실제로 최근 시작한 카카오 '동전모기 펀드'는 공모주식펀드시장의 침체에도 불구하고 4개월만에 20만계좌, 200억원을 모아 비대면 모바일 플랫폼의 힘과 카카오 금융사업 확장의 단초를 보여주었다는 판단임. 카카오뱅크가 '26주 적금'으로 1년만에 520만 누적계좌를 돌파한 것처럼 카카오 페이머니를 활용한 동사의 펀드, 주식,보험 등으로의 금융사업 확대는 우리가 기대하는 것 보다 빠르고 크게 성장 할 것으로 전망됨

### 목표주가 33.5만원으로 상향

동사는 이익률이 높은 광고부문에서 포털비즈 광고 역성장에도 불구하고 특비즈 고성장으로 50% 이상의 성장이 기대되지만, 코로나 영향이 적은 정상적인 2021년 실적 및 멀티플을 반영하여 광고 및 커머스 사업부문 밸류에이션을 재산정 하였음.

또한, 1Q20 YoY 40%성장과 신용카드 보다 카카오 머니 결제 비중이 높아 수익성 개선도 기대되는 페이부문의 밸류에이션을 5조원(TopDown방식)으로 평가하고, 카카오뱅크는 국내은행 전체 순이익 합계 14조원에 향후 점유율 5%를 가정, PER 10배를 적용한 7조원을 반영하여, 목표주가를 33.5만원으로 상향 조정하였음.

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,205	25.6	6.0	9,134	0.8
영업이익	991	145.0	12.4	954	3.9
세전계속사업이익	888	65.7	-29.9	1,104	-19.6
지배순이익	673	73.7	-13.1	725	-7.1
영업이익률 (%)	10.8	+5.3 %pt	+0.6 %pt	10.4	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	7.3	+2.0 %pt	-1.6 %pt	7.9	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	24,170	30,701	38,682	48,656
영업이익	729	2,068	4,551	7,001
지배순이익	479	-3,010	3,473	6,057
PER	192.9	-35.0	66.4	38.1
PBR	1.8	2.0	4.0	3.6
EV/EBITDA	38.8	22.4	21.7	16.3
ROE	1.0	-5.8	6.4	10.2

자료: 유안타증권

카카오(035720) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
총매출	7,063	7,330	7,832	8,476	8,684	9,205	9,861	10,932	24,170	30,701	38,682	48,656
YoY(%)	27%	24%	31%	26%	23%	26%	26%	29%	23%	27%	26%	26%
플랫폼부문	3,131	3,268	3,507	4,441	4,418	4,680	5,053	5,754	10,393	14,347	19,905	27,015
특비즈	1,269	1,389	1,624	2,216	2,247	2,444	2,663	2,910	4,211	6,498	10,264	13,637
YoY(%)	43%	42%	52%	73%	77%	76%	64%		63%	54%	58%	33%
광고	571	695	974	1,298	1,151	1,249	1,394	1,570	-	3,537	5,364	6,778
특비즈보드	-	-	208	462	454	520	552	626	-	670	2,152	3,181
커머스	761	695	651	918	1,097	1,195	1,269	1,340	1,984	3,025	4,900	6,860
포털비즈	1,264	1,369	1,261	1,342	1,166	1,064	1,082	1,374	4,954	5,236	4,686	4,239
신사업	598	510	623	883	1,005	1,172	1,307	1,470	1,227	2,613	4,955	9,138
YoY(%)	172%	103%	105%	95%	68%	130%	110%	103%	93%	113%	90%	84%
콘텐츠부문	3,932	4,062	4,324	4,035	4,266	4,525	4,808	5,178	13,777	16,354	18,777	21,641
게임 콘텐츠	940	984	990	1,059	968	1,014	1,020	1,091	4,170	3,974	4,093	4,216
뮤직 콘텐츠	1,372	1,446	1,515	1,533	1,507	1,504	1,530	1,559	5,329	5,866	6,101	6,284
YoY(%)	9%	11%	11%	9%	10%	4%	1%	7%	11%	10%	4%	3%
유료 콘텐츠	746	815	919	492	970	1,110	1,268	1,328	2,184	2,972	4,675	6,452
YoY(%)	71%	60%	52%	-22%	30%	36%	38%	170%	72%	36%	57%	38%
IP 비즈니스 기타	873	817	901	951	819	898	991	1,200	2,095	3,541	3,908	4,690
YoY(%)	84%	82%	79%	43%	-6%	10%	10%	10%	5%	69%	10%	20%
영업비용	6,786	6,926	7,241	7,680	7,802	8,214	8,780	9,335	23,440	28,633	34,131	41,655
인건비	1,601	1,590	1,774	2,050	1,987	2,017	2,189	2,249	5,419	7,015	8,441	11,036
매출연동비	3,306	3,419	3,550	3,404	3,817	4,022	4,321	4,783	10,795	13,680	16,942	21,143
외주/인프라	899	844	791	1,066	921	946	934	960	3,144	3,601	3,760	3,892
마케팅비	329	399	368	415	299	440	518	457	1,873	1,513	1,715	2,049
상각비	501	534	607	564	587	590	606	637	1,381	2,206	2,420	2,462
기타	149	139	150	181	191	199	213	248	829	618	852	1,072
영업이익	277	405	591	796	882	991	1,080	1,597	729	2,068	4,551	7,001
영업이익률	3.9%	5.5%	7.5%	9.4%	10.2%	10.8%	11.0%	14.6%	3.0%	6.7%	11.8%	14.4%
YoY(%)	166%	47%	93%	1754%	219%	145%	83%	101%	-55.9%	183.5%	120.1%	53.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 목표주가 산정 내역				(단위: 억원)
사업부문 등	지분가치	지분율	부문가치	부문 가치산정 방식
광고 (A)	92,212	100%	92,212	2021년 광고 매출액 1.1조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 5.5배에 고성장 프리미엄 50% 적용
커머스 (B)	34,201	100%	34,201	2021년 커머스 매출액 0.64조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 4.1배에 고성장 프리미엄 30% 적용
카카오페이 (C)	30,500	61%	50,000	국내 증권, 손보 기업 영업이익 합계인 10조원에 5% 시장점유율과 PER 10배를 적용
카카오 모빌리티 (D)	17,250	69%	25,000	2017년 소프트뱅크 1조원 투자제한 기준 밸류 2.5조원 * 69% (17년 6월 미국 TPG 로 부터 실제 투자받은 밸류 1.63조원)
카카오 게임 (E)	6,085	61%	11,166	카카오 게임즈 장외 기업가치 주당 2만원*55.83백만주
뮤직 (멜론) (F)	19,920	100%	19,920	2021년 예상 매출액 0.62조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 3.2배 적용
카카오페이지 (G)	16,237	64%	25,497	2021년 예상 매출액 0.5조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 3.3배 프리미엄 50% 적용
피코마 (H)	5,920	92%	6,435	2021년 예상 매출액 0.13조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 3.3배 프리미엄 50% 적용
카카오 M (I)	13,624	80%	17,000	2020년 3월 Anchor Equity 로 부터 2,100억원 자금유치 투자 밸류
카카오뱅크 (J)	23,450	34%	70,000	국내 은행 연간 순이익 합계 15조원 * 향후 2년내 카카오뱅크 시장점유율 5% * PER 10배
순현금 (K)	7,820	-	-	4분기 말 순현금 7,630억원
자기주식 (L)	10,134	-	-	자기주식 4,233,492주 - 교환사채(교환가 12.8만원, 교환 주식수 180만주) = 2,433,492주 * 25만원
기타 관계기업 가치 (M)	8,386		8,386	
적정가치 (A+B+C+D+E+F+G+ H+I+J+K+M) <sup>a)</sup>				285,738
발행주식수	85,214,773 주	-	-	발행주식수 8,3387,773주 + 전환사채 전환(전환가격 11.9만원) 희석주식 183만주
목표주가				335,316 원

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	24,170	30,701	38,682	48,656	60,227
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,170	30,701	38,682	48,656	60,227
판매비	23,440	28,633	34,131	41,655	49,734
영업이익	729	2,068	4,551	7,001	10,493
EBITDA	2,080	4,256	9,810	12,443	15,376
영업외손익	577	-4,410	208	890	1,616
외환관련손익	224	132	0	0	0
이자손익	324	189	213	318	439
관계기업관련손익	67	-198	409	948	1,607
기타	-38	-4,534	-414	-376	-430
법인세비용차감전순손익	1,307	-2,343	4,759	7,892	12,109
법인세비용	1,148	1,077	1,320	1,894	2,906
계속사업순손익	159	-3,419	3,439	5,998	9,203
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	-3,419	3,439	5,998	9,203
지배지분순이익	479	-3,010	3,473	6,057	9,295
포괄순이익	242	-3,461	2,345	6,319	9,403
지배지분포괄이익	593	-3,043	2,322	6,257	9,311

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,915	7,527	15,464	15,616	17,942
당기순이익	0	0	2,640	5,998	9,203
감가상각비	677	1,391	4,438	970	970
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-64	-53	-576	-948	-1,607
자산부채의 증감	3,293	3,708	2,486	534	873
기타현금흐름	1,009	2,480	6,476	9,063	8,504
투자활동 현금흐름	-12,607	-4,142	-5,033	-3,211	-3,774
투자자산	-4,342	-7,142	543	366	366
유형자산 증가 (CAPEX)	-972	-1,064	-1,002	-1,002	-1,002
유형자산 감소	119	71	32	32	32
기타현금흐름	-7,413	3,992	-4,607	-2,607	-3,170
재무활동 현금흐름	8,905	3,222	3,420	3,412	3,412
단기차입금	-1,394	-262	717	1,600	1,600
사채 및 장기차입금	32	-650	691	591	591
자본	10,509	2,999	3	0	0
현금배당	-135	-103	-106	-110	-110
기타현금흐름	-108	1,238	2,116	1,331	1,331
연결범위변동 등 기타	90	105	-6,201	-3,632	-3,989
현금의 증감	1,302	6,712	7,650	12,186	13,590
기초 현금	11,168	12,470	19,182	26,832	39,018
기말 현금	12,470	19,182	26,832	39,018	52,608
NOPLAT	729	3,018	4,551	7,001	10,493
FCF	3,760	7,851	10,031	10,296	12,728

자료: 유안타증권

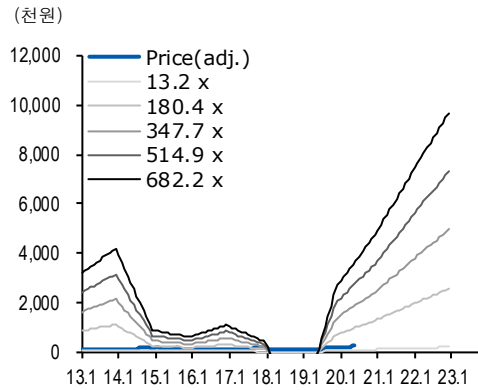
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	28,590	28,297	38,909	50,880	65,063
현금및현금성자산	12,470	19,182	26,832	39,018	52,608
매출채권 및 기타채권	3,982	3,880	5,141	4,846	5,098
재고자산	358	494	459	577	715
비유동자산	51,006	59,076	56,195	52,674	50,400
유형자산	3,148	3,498	0	0	0
관계기업등 지분관련자산	3,052	9,789	10,321	10,903	12,145
기타투자자산	5,109	6,488	5,580	5,676	5,781
자산총계	79,595	87,373	99,705	108,155	120,064
유동부채	19,093	21,338	23,755	25,703	28,046
매입채무 및 기타채무	6,129	6,772	7,046	7,398	7,768
단기차입금	291	75	812	2,412	4,012
유동성장기부채	1,100	2	120	120	120
비유동부채	2,932	5,638	6,833	7,316	7,624
장기차입금	27	74	573	1,263	1,954
사채	399	400	400	300	200
부채총계	23,324	29,971	37,553	40,054	42,776
지배지분	51,369	52,254	56,417	62,367	71,553
자본금	417	432	438	438	438
자본잉여금	46,475	50,432	52,411	52,411	52,411
이익잉여금	4,534	1,482	5,080	11,030	20,216
비지배지분	4,903	5,148	5,734	5,734	5,734
자본총계	56,272	57,401	62,152	68,101	77,288
순차입금	-15,483	-15,088	-23,235	-33,842	-46,443
총차입금	6,530	6,896	8,193	9,384	10,575

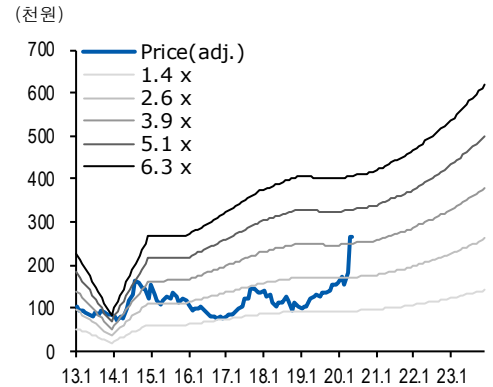
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	613	-3,585	3,971	6,925	10,626
BPS	64,897	63,732	66,386	73,387	84,197
EBITDAPS	2,663	5,069	11,214	14,225	17,578
SPS	30,944	36,567	44,221	55,624	68,852
DPS	127	127	127	127	127
PER	192.9	-35.0	66.4	38.1	24.8
PBR	1.8	2.0	4.0	3.6	3.1
EV/EBITDA	38.8	22.4	21.7	16.3	12.3
PSR	3.8	3.4	6.0	4.7	3.8

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	22.5	27.0	26.0	25.8	23.8
영업이익 증가율 (%)	-55.9	183.5	120.1	53.9	49.9
지배순이익 증가율 (%)	-55.9	적전	흑전	74.4	53.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.0	6.7	11.8	14.4	17.4
지배순이익률 (%)	2.0	-9.8	9.0	12.4	15.4
EBITDA 마진 (%)	8.6	13.9	25.4	25.6	25.5
ROIC	0.3	9.3	12.0	23.4	44.6
ROA	0.7	-3.6	3.7	5.8	8.1
ROE	1.0	-5.8	6.4	10.2	13.9
부채비율 (%)	41.4	52.2	60.4	58.8	55.3
순차입금/자기자본 (%)	-30.1	-28.9	-41.2	-54.3	-64.9
영업이익/금융비용 (배)	7.8	16.1	36.4	45.0	56.3

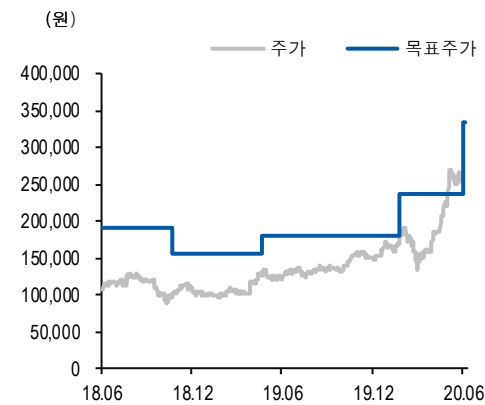
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-06-22	BUY	335,000	1년		
2020-02-14	BUY	237,000	1년	-16.81	13.92
2019-05-10	BUY	180,000	1년	-21.76	-0.56
2018-11-09	BUY	155,000	1년	-31.49	-17.10
2017-11-10	BUY	190,000	1년	-35.17	-15.26

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	89.4
Hold(중립)	10.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-06-17

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.