

카카오 (035720)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	410,000원 (U)
현재주가 (8/6)	364,000원
상승여력	13%

시가총액	319,760억원
총발행주식수	88,013,995주
60일 평균 거래대금	4,144억원
60일 평균 거래량	1,428,988주
52주 고	370,500원
52주 저	122,000원
외인지분율	32.86%
주요주주	김범수 외 25 인 25.74%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.1	82.5	198.4
상대	13.1	50.2	144.2
절대(달러환산)	22.4	88.4	206.4

무서운 해외성장

2Q20 실적 Review

매출액 9,529억원(YoY +30%, QoQ +10%), 영업이익 978억원(YoY +142%, QoQ +11%), 지배순이익 1,398억원(YoY +260%, QoQ +80%). 시장 기대치 부합

메가트래픽과 성과형/타게팅 신규 토크보드광고 고성장과 언택트 커머스 구매증가 효과로 토크보드 매출 2,484억원(YoY +79%, QoQ +11%), 2020년 본격 인식한 플랫폼 택시매출 추가 및 펀드, 보험 등 금융매출 인식 시작으로 신사업 매출 1,268억원(YoY +149%, QoQ +26%), 일본 모바일 만화서비스 피코마 2Q20 거래액 YoY +350%, QoQ +61% 폭증하면서, 유료콘텐츠 매출액 1,190억원(YoY +46%, QoQ +23% 고성장 시현). 이외에도 코로나로 인한 광고시장침체로 포털비즈만 YoY 역성장을 기록했을 뿐 게임, 뮤직, IP비즈니스는 전영역에서 성장을 기록하며 언택트 플랫폼의 역량을 과시함

하반기 전망

토크보드 광고주수 3,000명(2월) → 5,400명(5월) → 8,500명(8월)로 급증하고 있어, 하반기에도 성장은 지속될 전망. 그러나, 유사한 네이버 스마트채널 광고와의 경쟁으로 성장둔화 가능성 존재. 카카오T블루 4월 5,200대에서 6월 9,800대로 급증하며 택시요금 전부 및 일부를 인식하며 매출 2Q20 QoQ 50% 이상, YoY 3배이상 고성장 시현 중. 대리 매출도 코로나 전수준 회복되며 전년 대비 두배 성장 기대. 마케팅 비용 등 하반기 비용증가에도 매출 고성장에 의한 영업이익(률) 동시 증가 전망

투자의견 BUY, 목표주가 41만원으로 상향조정

8/6 현재 일본 앱스토어 전체 앱 매출 4위를 기록중인 '피코마'의 성장성을 재평가하고(3.15 조원 밸류) 경쟁 언택트 플랫폼들의 최근 높아진 밸류에이션을 반영하여 목표주가를 41만원으로 상향조정하고 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,529	30.0	9.7	9,154	4.1
영업이익	978	141.7	10.8	967	1.1
세전계속사업이익	2,041	281.1	61.2	1,118	82.6
지배순이익	1,398	260.4	80.4	758	84.5
영업이익률 (%)	10.3	+4.8 %pt	+0.1 %pt	10.6	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	14.7	+9.4 %pt	+5.8 %pt	8.3	+6.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	24,170	30,701	39,372	49,282
영업이익	729	2,068	4,314	7,281
지배순이익	479	-3,010	4,376	7,340
PER	192.9	-35.0	73.2	43.6
PBR	1.8	2.0	4.9	4.4
EV/EBITDA	38.8	22.4	50.0	16.2
ROE	1.0	-5.8	7.6	11.0

자료: 유안타증권

카카오(035720) 매출액 추이 및 전망

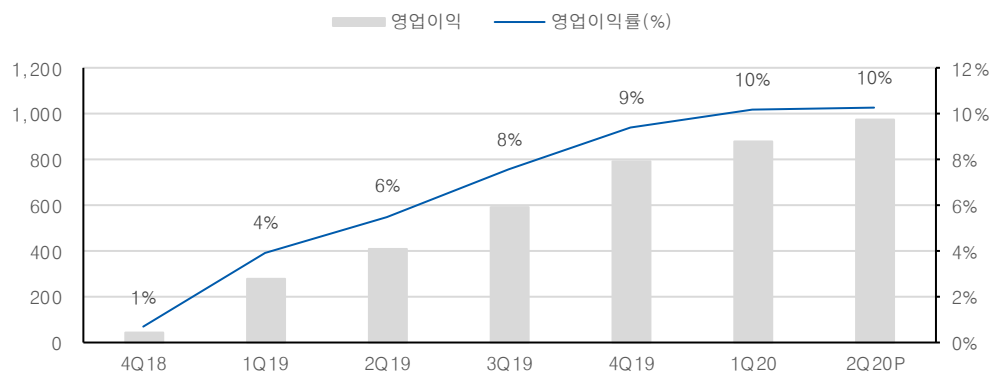
(단위: 억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
총매출	7,832	8,476	8,684	9,529	10,055	11,104	24,170	30,701	39,372	49,282
YoY(%)	31%	26%	23%	30%	28%	31%	23%	27%	28%	25%
플랫폼부문	3,507	4,441	4,418	4,927	5,152	5,774	10,393	14,347	20,272	26,487
특비즈	1,624	2,216	2,247	2,484	2,579	2,827	4,211	6,498	10,137	13,050
YoY(%)	52%	73%	77%	79%	59%		63%	54%	56%	29%
광고	974	1,196	1,191	1,366	1,408	1,483	0	3,436	5,449	6,720
특비즈보드	208	446	453	533	566	621	-	653	2,172	3,123
커머스	651	1,019	1,056	1,118	1,171	1,344	2,049	3,126	4,689	6,330
포털비즈	1,261	1,342	1,166	1,175	1,172	1,283	4,954	5,236	4,796	4,430
신사업	623	883	1,005	1,268	1,401	1,664	1,227	2,613	5,338	9,007
YoY(%)	105%	95%	68%	149%	125%	114%	93%	113%	104%	69%
콘텐츠부문	4,324	4,035	4,266	4,602	4,903	5,330	13,777	16,354	19,100	22,795
게임 콘텐츠	990	1,059	968	1,075	1,020	1,030	4,170	3,974	4,093	4,216
뮤직 콘텐츠	1,515	1,533	1,507	1,510	1,530	1,553	5,329	5,866	6,101	6,284
YoY(%)	11%	9%	10%	4%	1%	7%	11%	10%	4%	3%
유료 콘텐츠	919	492	970	1,190	1,363	1,475	2,184	2,972	4,998	7,997
YoY(%)	52%	-22%	30%	46%	48%	200%	72%	36%	68%	60%
거래액	1,100	1,270	1,393	1,731	1,980	2,176	2,900	4,300	7,279	13,542
IP 비즈니스 기타	901	951	819	827	991	1,271	2,095	3,541	3,908	4,299
YoY(%)	79%	43%	-6%	1%	10%	6%	5%	69%	10%	10%
영업비용	7,241	7,680	7,802	8,551	8,979	9,726	23,440	28,633	35,058	42,001
인건비	1,774	2,050	1,987	2,165	2,203	2,254	5,419	7,015	8,610	9,896
매출연동비	3,550	3,404	3,817	4,095	4,370	4,799	10,795	13,680	17,081	21,348
외주/인프라	791	1,066	921	1,066	1,068	1,141	3,144	3,601	4,196	4,855
마케팅비	368	415	299	385	498	660	1,873	1,513	1,843	2,283
상각비	607	564	587	616	621	620	1,381	2,206	2,445	2,513
기타	150	181	191	223	217	252	829	618	884	1,106
영업이익	591	796	882	978	1,076	1,378	729	2,068	4,314	7,281
영업이익률	7.5%	9.4%	10.2%	10.3%	10.7%	12.4%	3.0%	6.7%	11.0%	14.8%
YoY(%)	93%	1754%	219%	142%	82%	73%	-55.9%	183.5%	108.6%	68.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 영업이익 및 영업이익률 추이

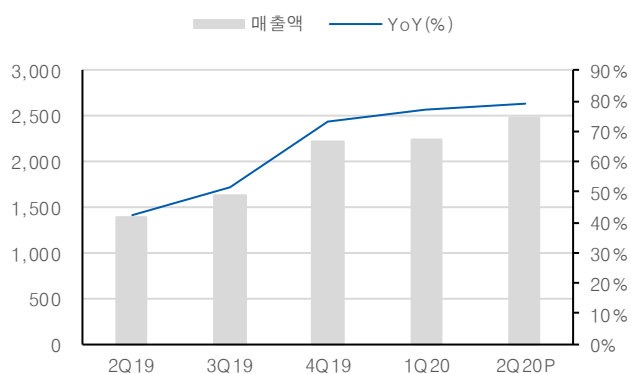
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

특비즈 분기매출액 및 성장률

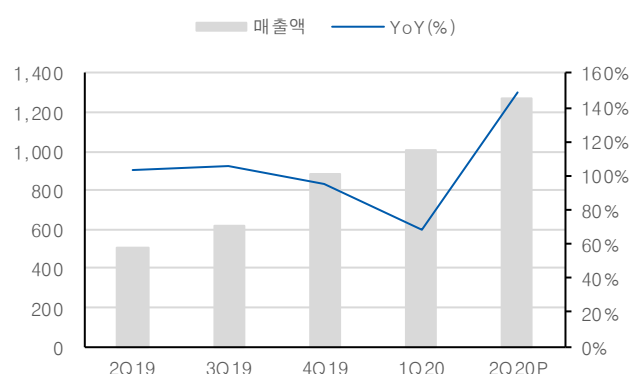
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

신사업 분기매출액 및 성장률

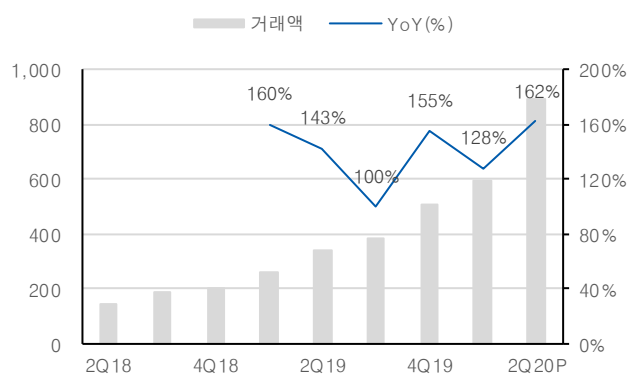
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

피코마 거래액 및 성장률

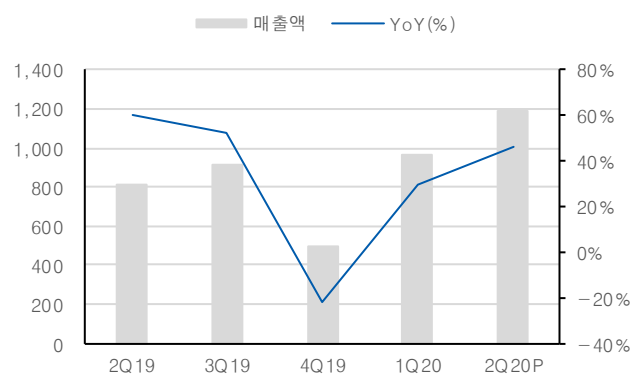
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

유료콘텐츠 분기매출액 및 성장률

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

카카오(035720) SOTP 방식 목표주가 산정 내역

(단위: 억원)

사업부문 등	지분가치	지분율	부문가치	부문 가치산정 방식
광고 (A)	123,096	100%	123,096	2021년 광고 매출액 1.1조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 7.4배에 고성장 프리미엄 50% 적용
커머스 (B)	29,624	100%	29,624	2021년 커머스 매출액 0.63조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 3.6배에 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)	15,609.39	69%	22,622	2021년 매출액 0.5조원 * UBER, LYFT 20년 PSR 평균 4.3배 적용
카카오 게임 (E)	19,858	61%	32,796	카카오 게임즈 장외 기업가치 주당 6.4만원(1-할인율 30%)*73.2백만주
뮤직 (멜론) (F)	26,393	100%	26,393	2021년 예상 매출액 0.63조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 4.2배 적용
카카오페이지 (G)	9,361	64%	14,700	2021년 예상 매출액 0.35조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 4.2배 적용
피코마 (H)	28,980	92%	31,500	2021년 예상 매출액 0.5조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 4.2배 프리미엄 50% 적용
카카오 M (I)	13,624	80%	17,000	2020년 3월 Anchor Equity 로 부터 2,100억원 자금유치 투자 밸류
카카오뱅크 (J)	28,140	34%	84,000	국내 은행 연간 순이익 합계 15조원 * 향후 2년내 카카오뱅크 시장점유율 5% * PER 10배
순현금 (K)	9,280			2분기 말 순현금 9,280억원
자기주식 (L)	9,088			자기주식 2,489,934주 * 36.5만원
기타 관계기업 가치 (M)	10,000		10,000	
"적정가치 (A+B+C+D+E+F+G+ H+I+J+K+M)"	353,553			
발행주식수	86,141,523			유통주식수 83,213,814주 + 자기주식수 2,489,934 + 전환사채전환주식수(2021년 4월) 437,775주
목표주가	410,433			

자료: 유안타증권 리서치센터

일본 iOS 앱스토어 전체 앱 기준 매출 순위

수익		
1	荒野行動-スマホ版パトロー	▲ 1
2	NetEase	
3	パズル&ドラゴンズ	▼ 1
4	GungHo Online Entertainment	
5	Pokémon GO	=
6	Niantic	
7	ビッコマ	=
8	Kakao Japan Corp.	
9	LINEマンガ	=
10	LINE	
11	라인 LINE	▲ 3
12	LINE	

자료: Appannie

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	24,170	30,701	39,372	49,282	60,401
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,170	30,701	39,372	49,282	60,401
판매비	23,440	28,633	35,058	42,001	49,570
영업이익	729	2,068	4,314	7,281	10,831
EBITDA	2,080	4,256	6,141	18,001	16,679
영업외손익	577	-4,410	1,921	2,647	3,389
외환관련손익	224	132	0	0	0
이자손익	324	189	126	301	424
관계기업관련손익	67	-198	163	552	1,028
기타	-38	-4,534	1,632	1,794	1,937
법인세비용차감전순이익	1,307	-2,343	6,235	9,928	14,220
법인세비용	1,148	1,077	1,737	2,383	3,413
계속사업순이익	159	-3,419	4,499	7,545	10,807
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	-3,419	4,499	7,545	10,807
지배지분순이익	479	-3,010	4,376	7,340	10,513
포괄순이익	242	-3,461	4,469	7,867	11,007
지배지분포괄이익	593	-3,043	4,529	7,974	11,157

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,915	7,527	13,365	22,787	21,118
당기순이익	0	0	3,700	7,545	10,807
감가상각비	677	1,391	988	6,110	1,815
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-64	-53	-330	-552	-1,028
자산부채의 증감	3,293	3,708	2,512	484	901
기타현금흐름	1,009	2,480	6,495	9,200	8,624
투자활동 현금흐름	-12,607	-4,142	-9,368	-6,428	-6,992
투자자산	-4,342	-7,142	-1,829	-2,007	-2,007
유형자산 증가 (CAPEX)	-972	-1,064	-1,932	-1,932	-1,932
유형자산 감소	119	71	117	117	117
기타현금흐름	-7,413	3,992	-5,724	-2,607	-3,170
재무활동 현금흐름	8,905	3,222	7,326	3,411	3,411
단기차입금	-1,394	-262	717	1,600	1,600
사채 및 장기차입금	32	-650	691	591	591
자본	10,509	2,999	3,908	0	0
현금배당	-135	-103	-106	-111	-111
기타현금흐름	-108	1,238	2,116	1,331	1,331
연결범위변동 등 기타	90	105	-12,510	-2,577	-4,668
현금의 증감	1,302	6,712	-1,187	17,194	12,870
기초 현금	11,168	12,470	19,182	17,996	35,189
기말 현금	12,470	19,182	17,996	35,189	48,059
NOPLAT	729	3,018	4,314	7,281	10,831
FCF	3,760	7,851	5,520	14,805	13,049

자료: 유안타증권

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

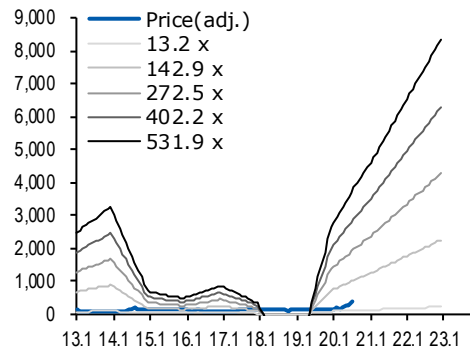
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	28,590	28,297	35,567	52,873	66,596
현금및현금성자산	12,470	19,182	17,996	35,189	48,059
매출채권 및 기타채권	3,982	3,880	5,115	4,874	5,105
재고자산	358	494	459	575	704
비유동자산	51,006	59,076	65,139	59,156	58,550
유형자산	3,148	3,498	4,295	0	0
관계기업 등 지분관련자산	3,052	9,789	12,447	15,006	18,041
기타투자자산	5,109	6,488	7,127	7,223	7,328
자산총계	79,595	87,373	100,706	112,029	125,146
유동부채	19,093	21,338	22,155	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	35,038	39,129	41,841
지배지분	51,369	52,254	63,127	70,358	80,763
자본금	417	432	441	441	441
자본잉여금	46,475	50,432	56,314	56,314	56,314
이익잉여금	4,534	1,482	5,983	13,214	23,618
비지배지분	4,903	5,148	7,142	7,142	7,142
자본총계	56,272	57,401	70,269	77,501	87,905
순차입금	-15,483	-15,088	-19,919	-35,534	-47,691
총차입금	6,530	6,896	8,193	9,384	10,575

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	613	-3,585	4,972	8,339	11,944
BPS	64,897	63,732	73,812	82,267	94,433
EBITDAPS	2,663	5,069	6,978	20,452	18,950
SPS	30,944	36,567	44,733	55,994	68,627
DPS	127	127	127	127	127
PER	192.9	-35.0	73.2	43.6	30.5
PBR	1.8	2.0	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA	38.8	22.4	50.0	16.2	16.7
PSR	3.8	3.4	8.1	6.5	5.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	22.5	27.0	28.2	25.2	22.6
영업이익 증가율 (%)	-55.9	183.5	108.6	68.8	48.7
지배순이익 증가율 (%)	-55.9	적전	흑전	67.7	43.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.0	6.7	11.0	14.8	17.9
지배순이익률 (%)	2.0	-9.8	11.1	14.9	17.4
EBITDA 마진 (%)	8.6	13.9	15.6	36.5	27.6
ROIC	0.3	9.3	10.2	20.9	43.8
ROA	0.7	-3.6	4.5	6.6	8.5
ROE	1.0	-5.8	7.6	11.0	13.9
부채비율 (%)	41.4	52.2	49.9	50.5	47.6
순차입금/자기자본 (%)	-30.1	-28.9	-31.6	-50.5	-59.1
영업이익/금융비용 (배)	7.8	16.1	31.5	42.7	53.1

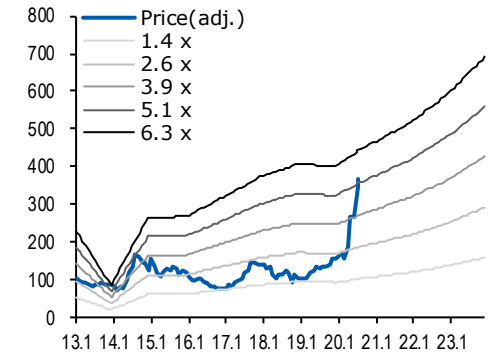
P/E band chart

(천원)



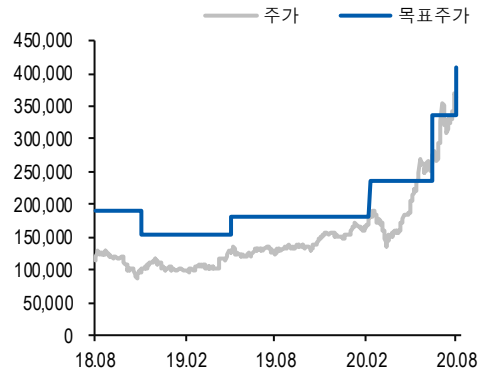
P/B band chart

(천원)



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-07	BUY	410,000	1년		
2020-06-22	BUY	335,000	1년	-4.50	10.60
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)	1.3
Buy(매수)	87.5
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-05

※ 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 투자결정은 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.