

# 카카오

**BUY(유지)**

035720 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(상향)	430,000원	현재주가(08/06)	364,000원	Up/Downside	+18.1%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 08. 07

## 실적 개선세 지속

### ■ 2Q20 Review

**컨센서스 부합:** 2분기 매출액/영업이익은 9,529억원(+30%YoY)/978억원(+142%YoY)으로 컨센서스 영업이익 967억원에 부합했다. 플랫폼 부문은 톡보드, 선물하기, 페이, 모빌리티 등의 성장에 힘입어 코로나19 영향에 따른 포털비즈 매출 감소에도 불구하고 전년대비 51% 매출이 확대되었다. 콘텐츠 부문은 페이지/픽코마의 고성장이 매출 증가를 견인한 모습이다. 비용단에서는 채용/합병 등의 영향으로 인건비가 크게 늘었지만 마케팅비가 예상보다 적게 지출되면서 영업이익률 10%를 기록했다.

### ■ Commnet

**실적 개선세 이어질 것으로 예상:** 잠재 인벤토리가 충분한 톡보드, 거래액이 늘고 있는 선물하기 등 거래형 커머스, 금융업 진출을 본격화하는 카카오페이, 그리고 웹툰/웹소설 플랫폼에 힘입어 하반기 카카오의 외형 성장은 이어질 것으로 예상된다. 이에 따라 픽코마 프로모션 등에 따른 마케팅비 증가에도 불구하고 3분기 영업이익은 1,091억원(+85%YoY)으로 개선세가 지속될 것으로 예상된다.

### ■ Action

**TP 상향:** 동사 주가는 YTD 138% 올랐고 올해 예상 실적 기준 PER은 95배으로 부담스러운 수준이다. 하지만 1) 언택트 업종에 대한 프리미엄 지속 반영, 2) 광고, 금융, 콘텐츠에서 신규 BM 등을 통한 괄목할 실적 성장세 시현, 3) 주요 자회사들 IPO에 따른 지분 가치 상승 기대감에 힘입어 주가 호조는 이어질 수 있을 것으로 보인다. 또한 주요 Peer들도 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선이 동반된 시기에 밸류에이션이 높게 적용되었다는 점도 주목할 요인이라고 판단된다. 이를 반영하여 올해 예상 매출액 기준 Peer들의 성장기 평균 PSR 9배를 적용한 43만원으로 목표주가를 상향한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	122,000/370,500원
<b>매출액</b>	2,417	3,070	3,960	4,847	5,574	KOSDAQ /KOSPI	854/2,343pt
(증가율)	22.5	27.0	29.0	22.4	15.0	시가총액	319,760억원
<b>영업이익</b>	73	207	432	826	1,174	60일-평균거래량	1,428,762
(증가율)	-55.9	183.5	108.7	91.4	42.1	외국인자본율	33.1%
<b>자배주주순이익</b>	48	-301	335	659	829	60일-외국인자본율변동주이	+1.5%p
<b>EPS</b>	613	-3,585	3,829	7,534	9,484	<b>주요주주</b>	김범수 외 25 인 25.7%
<b>PER (H/L)</b>	265.1/140. 3	NA/NA	95.1	48.3	38.4	(천원) 500	카카오(좌) KOSPI지수대비(우) (pt) 500
<b>PBR (H/L)</b>	2.6/1.4	2.6/1.5	5.8	5.2	4.6	0 19/08 19/11 20/03 20/06 0	
<b>EV/EBITDA (H/L)</b>	47.6/30.1	29.7/16.6	41.8	26.8	18.9	<b>주가상승률</b>	1M 3M 12M
<b>영업이익률</b>	3.0	6.7	10.9	17.0	21.1	절대기준	21.1 82.5 198.4
<b>ROE</b>	1.0	-5.8	6.2	11.2	12.5	상대기준	13.1 50.2 144.2

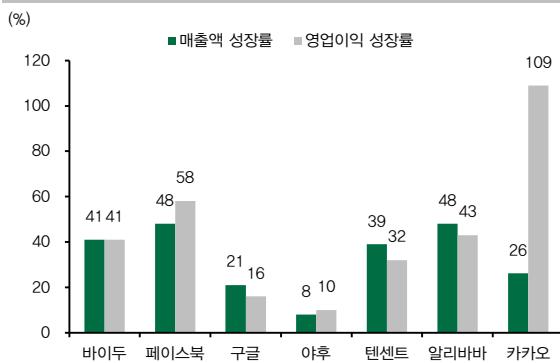
도표 1. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>7,063</b>	<b>7,330</b>	<b>7,832</b>	<b>8,673</b>	<b>8,684</b>	<b>9,529</b>	<b>10,153</b>	<b>11,235</b>	<b>30,898</b>	<b>39,600</b>	<b>48,470</b>
YoY	27.2	24.5	30.7	28.8	22.9	30.0	29.6	29.5	27.8	28.2	22.4
<b>플랫폼</b>	<b>3,131</b>	<b>3,268</b>	<b>3,507</b>	<b>4,440</b>	<b>4,418</b>	<b>4,927</b>	<b>5,249</b>	<b>5,986</b>	<b>14,347</b>	<b>20,579</b>	<b>26,582</b>
독비즈(카카오톡/커머스/신규특BM등)	1,269	1,389	1,624	2,216	2,247	2,484	2,713	3,025	6,499	10,469	13,293
YoY	43.3	42.4	51.6	73.3	77.1	78.8	67.1	36.5	54.3	61.1	27.0
포털비즈(다음 PC/모바일, 카스 등)	1,264	1,369	1,261	1,342	1,166	1,175	1,111	1,260	5,236	4,712	5,025
YoY	3.9	6.7	9.1	3.4	-7.8	-14.2	-11.8	-6.1	5.7	-10.0	6.7
신사업(카카오모빌리티, 페이, 기타)	598	510	623	882	1,005	1,268	1,424	1,701	2,612	5,398	8,264
YoY	171.6	103.0	105.3	94.7	68.1	148.8	128.7	92.9	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>4,266</b>	<b>4,602</b>	<b>4,905</b>	<b>5,249</b>	<b>16,551</b>	<b>19,021</b>	<b>21,888</b>
게임 (모바일/PC, 카카오 VX)	940	984	990	1,059	968	1,075	1,122	1,171	3,973	4,336	4,706
YoY	-10.9	-11.9	-0.4	5.5	3.0	9.2	13.4	10.6	-4.7	9.1	8.5
뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	1,372	1,446	1,515	1,533	1,507	1,510	1,511	1,514	5,866	6,043	6,081
YoY	8.7	10.8	11.4	9.4	9.8	4.4	-0.2	-1.3	10.1	3.0	0.6
유료 콘텐츠 (카카오페이지/다음웹툰/픽코마)	746	815	919	478	970	1,190	1,291	1,404	2,959	4,855	6,597
YoY	70.6	60.3	52.0	-24.5	30.0	46.0	40.5	193.8	35.5	64.1	35.9
IP 비즈니스 및 기타 (카카오IX/카카오M)	873	817	901	1,163	819	827	980	1,160	3,753	3,786	4,504
YoY	83.7	81.8	78.7	74.6	-6.1	1.2	8.8	-0.3	79.2	0.9	19.0
<b>영업비용</b>	<b>6,786</b>	<b>6,926</b>	<b>7,241</b>	<b>7,879</b>	<b>7,802</b>	<b>8,551</b>	<b>9,062</b>	<b>9,869</b>	<b>28,832</b>	<b>35,284</b>	<b>40,207</b>
YoY	24.5	23.4	27.3	17.8	15.0	23.5	25.2	25.3	23.0	22.4	14.0
인건비	1,601	1,590	1,774	2,052	1,987	2,165	2,274	2,528	7,018	8,954	10,676
매출연동비	3,306	3,419	3,550	3,598	3,817	4,095	4,326	4,656	13,873	16,893	18,302
외주/인프라	899	844	791	1,068	921	1,066	1,066	1,191	3,603	4,244	5,005
마케팅	329	399	368	415	299	385	558	618	1,512	1,861	2,423
상각비	501	534	607	564	587	616	624	652	2,206	2,479	2,830
기타 영업비용	149	139	150	182	191	223	213	225	620	852	969
<b>영업이익</b>	<b>277</b>	<b>405</b>	<b>591</b>	<b>794</b>	<b>882</b>	<b>978</b>	<b>1,091</b>	<b>1,366</b>	<b>2,066</b>	<b>4,317</b>	<b>8,263</b>
YoY	165.9	46.6	92.7	1,749.1	218.9	141.7	84.6	72.1	183.2	108.9	91.4
OPM	3.9	5.5	7.5	9.2	10.2	10.3	10.7	12.2	6.7	10.9	17.0
<b>순이익</b>	<b>176</b>	<b>310</b>	<b>515</b>	<b>-4,385</b>	<b>799</b>	<b>1,452</b>	<b>1,084</b>	<b>137</b>	<b>-3,385</b>	<b>3,473</b>	<b>6,844</b>
NPM	2.5	4.2	6.6	-50.6	9.2	15.2	10.7	1.2	-11.0	8.8	14.1

자료: 카카오, DB 금융투자

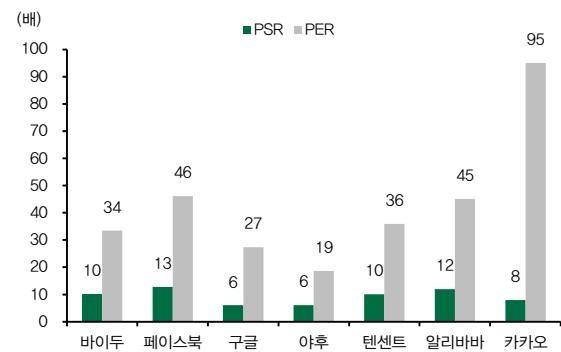
도표 2. 주요 Peer 성장기 매출액/영업이익 성장률



자료: 블룸버그, DB금융투자

주: Peer별 최근 10년 외형 성장/수익성 개선 동반된 연도 평균, 카카오 올해 예상 기준

도표 3. 주요 Peer 성장기 PSR/PER



자료: 블룸버그, DB금융투자

주: Peer별 최근 10년 외형 성장/수익성 개선 동반된 연도 평균, 카카오 올해 예상 기준

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>2,859</b>	<b>2,830</b>	<b>3,252</b>	<b>3,976</b>	<b>4,823</b>	<b>매출액</b>	<b>2,417</b>	<b>3,070</b>	<b>3,960</b>	<b>4,847</b>	<b>5,574</b>
현금및현금성자산	1,247	1,918	2,075	2,658	3,379	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권및기타채권	398	388	563	636	696	매출총이익	2,417	3,070	3,960	4,847	5,574
재고자산	36	49	44	59	68	판관비	2,344	2,863	3,528	4,021	4,400
<b>비유동자산</b>	<b>5,101</b>	<b>5,908</b>	<b>5,765</b>	<b>5,762</b>	<b>5,861</b>	영업이익	73	207	432	826	1,174
유형자산	315	350	287	353	514	EBITDA	208	426	740	1,133	1,570
무형자산	3,865	3,548	3,469	3,399	3,338	영업외손익	58	-442	71	135	37
투자자산	816	1,628	1,628	1,628	1,628	금융순익	62	26	62	49	42
<b>자산총계</b>	<b>7,960</b>	<b>8,737</b>	<b>9,211</b>	<b>9,931</b>	<b>10,878</b>	투자순익	7	-20	46	96	150
<b>유동부채</b>	<b>1,909</b>	<b>2,134</b>	<b>2,271</b>	<b>2,317</b>	<b>2,413</b>	기타영업외손익	-11	-448	-37	-10	-155
매입채무및기타채무	613	677	814	860	957	세전이익	131	-234	502	962	1,211
단기차입금및기기차	498	445	445	445	445	증단사업이익	0	0	0	0	0
유동성장기부채	110	0	0	0	0	당기순이익	16	-342	347	684	862
<b>비유동부채</b>	<b>293</b>	<b>564</b>	<b>564</b>	<b>564</b>	<b>564</b>	자비주주지분순이익	48	-301	335	659	829
사채및장기차입금	43	47	47	47	47	비자비주주지분순이익	-32	-41	12	26	32
<b>부채총계</b>	<b>2,332</b>	<b>2,997</b>	<b>3,134</b>	<b>3,180</b>	<b>3,277</b>	총포괄이익	24	-346	347	684	862
<b>자본금</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	증감률(%YoY)					
자본잉여금	4,648	5,043	5,043	5,043	5,043	매출액	22.5	27.0	29.0	22.4	15.0
이익잉여금	453	148	472	1,120	1,938	영업이익	-55.9	183.5	108.7	91.4	42.1
비자내주자분	490	515	527	553	585	EPS	-61.7	적전	흑전	96.7	25.9
<b>자본총계</b>	<b>5,627</b>	<b>5,740</b>	<b>6,077</b>	<b>6,751</b>	<b>7,602</b>	주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨					

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>491</b>	<b>753</b>	<b>612</b>	<b>937</b>	<b>1,268</b>	<b>주당지표(원)</b>					
당기순이익	16	-342	347	684	862	EPS	613	-3,585	3,829	7,534	9,484
현금유동이 없는비용및수익	148	695	477	598	759	BPS	61,602	60,603	63,180	70,554	79,870
유형및무형자산상각비	135	219	308	307	395	DPS	127	127	127	127	127
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>329</b>	<b>371</b>	<b>-57</b>	<b>-68</b>	<b>-3</b>	<b>Multiple(배)</b>					
매출채권및기타채권의감소	-1	39	-175	-73	-60	P/E	168.0	NA	95.1	48.3	38.4
재고자산의감소	-9	-19	6	-15	-9	P/B	1.7	2.5	5.8	5.2	4.6
매입채권및기타채무의증가	154	100	137	46	96	EV/EBITDA	36.3	29.0	41.8	26.8	18.9
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-1,261</b>	<b>-414</b>	<b>-189</b>	<b>-329</b>	<b>-523</b>	<b>수익성(%)</b>					
CAPEX	-97	-106	-166	-303	-495	영업이익률	3.0	6.7	10.9	17.0	21.1
투자자산의순증	-437	-831	0	0	0	EBITDA마진	8.6	13.9	18.7	23.4	28.2
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>891</b>	<b>322</b>	<b>-23</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>	순이익률	0.7	-11.1	8.8	14.1	15.5
사채및법인의증가	-129	111	0	0	0	ROE	1.0	-5.8	6.2	11.2	12.5
자본금및자본잉여금의증가	1,052	397	1	0	0	ROA	0.2	-4.1	3.9	7.2	8.3
배당금지급	-13	-10	-10	-11	-11	ROIC	0.3	8.7	9.2	18.1	25.1
기타현금흐름	9	11	-243	0	0	부채비율(%)	41.4	52.2	51.6	47.1	43.1
<b>현금의증가</b>	<b>130</b>	<b>671</b>	<b>156</b>	<b>583</b>	<b>721</b>	이자보상배율(배)	7.8	16.1	31.3	59.9	85.1
기초현금	1,117	1,247	1,918	2,075	2,658	배당성향(배)	63.3	-30	3.1	1.6	1.3
기말현금	1,247	1,918	2,075	2,658	3,379						

자료: 카카오, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

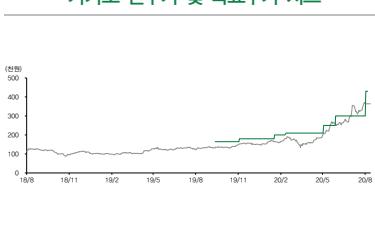
## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 범인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가로 신출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임	업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임
Buy: 초과 상승률 10%p 이상	Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
Hold: 초과 상승률 -10~10%p	Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만	Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 카카오 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		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	-19.7 / -1.9				
20/05/08	Buy	250,000	-3.7 / 8.0				
20/06/03	Buy	300,000	1.1 / 23.5				
20/08/07	Buy	430,000	- / -				