



# 카카오 (035720)

다시 눈높이를 높여도 좋을 시점

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 430,000원

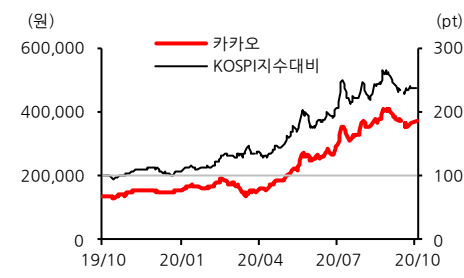
현재 주가(10/6)	381,500원
상승여력	▲12.7%
시가총액	335,980억원
발행주식수	88,068천주
52 주 최고가 / 최저가	412,000 / 130,500원
90 일 일평균 거래대금	4,198.27억원
외국인 지분율	31.7%
주주 구성	
김범수 (외 29 인)	25.7%
국민연금공단 (외 1 인)	9.9%
MAXIMOPE (외 1 인)	6.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.1	27.0	137.7	185.8
상대수익률(KOSPI)	-5.0	18.8	105.7	168.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,417	3,070	3,964	4,820
영업이익	73	207	449	599
EBITDA	208	426	653	775
지배주주순이익	48	-301	404	456
EPS	618	-3,544	4,641	5,190
순차입금	-1,533	-1,419	-1,873	-2,228
PER	166.7	-43.3	82.2	73.5
PBR	1.7	2.5	5.4	5.0
EV/EBITDA	33.9	27.8	48.6	40.5
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0
ROE	1.0	-5.8	7.1	7.1

주가 추이



동사의 3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망합니다. 하반기에도 전 사업 분야에 걸쳐 실적이 좋을 것으로 예상하며, 자회사들의 이익 기여가 본격화되며 내년에도 호실적이 지속될 것으로 전망합니다.

3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망

동사의 3분기 실적으로 매출액 1,02조 원, 영업이익 1220억 원을 전망한다. 특비즈 매출은 전년동기 대비 69%나 증가할 것으로 예상하는데, 커머스 와 광고 두 부문 모두 높아진 성장세가 유지 중인 것으로 파악된다. 신사업 매출액은 1420억 원으로 128% 성장할 것으로 예상한다. 카카오페이는 결제 매출뿐만 아니라 금융상품, 대출한도증대 수익 등 매출 구성이 다변화되며 안정적인 성장세가 지속되고, 모빌리티는 T블루 택시 사업 확대로 인해 매출 증가와 적자 축소 추세가 이어질 것으로 판단한다. 이를 통해 영업이익률은 전분기 대비 1.7% 개선된 12%를 기록할 것으로 전망한다.

예상을 상회하는 매출 성장 지속 전망

동사의 4분기 매출액과 영업이익도 전년동기 대비 각각 33%, 77% 성장하며 실적 모멘텀이 유지될 것으로 전망된다. 성수기 효과가 더해질 광고와 커머스 부문 성장세는 지속될 것으로 판단한다. 특히 특보드 매출액은 지난해 하반기 높은 기고 영향으로 인해 성장률이 소폭 둔화될 것이라고 예상했지만, 노출량(현재 트래픽의 약 35% 사용 중) 확대와 동시에 단가 인상이 예상되어 기존 전망치를 상회할 가능성이 높다고 판단한다. 2분기 동사의 신사업 영업손실은 184억 원까지 축소됐다. 하반기에는 카카오페이, 내년에는 모빌리티 법인의 흑자전환이 이어지며 자회사들의 이익 기여가 본격화될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY와 목표주가 43만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 하반기에도 동사의 매출액 성장률은 30%대로 국내외 동종업체 중 가장 높은 수준이 전망되고, 신사업 투자 회수기로 인해 수익성도 더욱 가파르게 회복될 것으로 예상된다. 최근 나타난 주가 조정기는 건전한 흐름이라고 보며, 양호한 실적 성장에 따라 주가 상승세도 다시 회복될 가능성이 높다고 판단한다. 매수 대응이 유효한 국면이라고 판단한다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	706	733	783	848	868	953	1,017	1,126	1,972	2,417	3,070	3,964
YoY (%)	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	30.0	29.8	32.9	34.7	22.5	27.0	29.1
플랫폼부문	313	327	351	444	442	493	533	606	825	1,039	1,435	2,666
특비즈	127	139	162	222	225	248	275	327	258	421	650	1,075
포털비즈	126	137	126	134	117	117	116	128	503	495	524	478
신사업	60	51	62	88	101	127	142	151	64	123	261	520
콘텐츠부문	393	406	432	404	427	460	484	521	1,148	1,378	1,635	1,891
게임 콘텐츠	94	98	99	106	97	107	108	112	342	417	397	424
뮤직 콘텐츠	137	145	151	153	151	151	158	163	479	533	587	623
유료 콘텐츠	75	82	92	49	97	119	125	149	127	218	297	490
IP 비즈니스 기타	87	82	90	95	82	83	92	96	200	209	354	353
YoY (%) 성장률												
플랫폼부문	35%	30%	39%	47%	41%	51%	52%	36%		26%	38%	86%
특비즈	43%	42%	52%	73%	77%	79%	69%	48%		63%	54%	65%
포털비즈	4%	7%	9%	3%	-8%	-14%	-8%	-5%		-1%	6%	-9%
신사업	172%	103%	105%	95%	68%	149%	128%	71%		93%	113%	99%
콘텐츠부문	22%	20%	25%	9%	8%	13%	12%	29%		20%	19%	16%
게임 콘텐츠	-11%	-12%	0%	6%	3%	9%	9%	6%		22%	-5%	7%
뮤직 콘텐츠	9%	11%	11%	9%	10%	4%	5%	6%		11%	10%	6%
유료 콘텐츠	71%	60%	52%	-22%	30%	46%	36%	203%		72%	36%	65%
IP 비즈니스 기타	84%	82%	79%	43%	-6%	1%	3%	1%		5%	69%	0%
영업비용	679	693	724	768	780	855	895	985	1,807	2,344	2,863	3,515
YoY (%)	24.5	23.4	27.3	14.8	15.0	23.5	23.6	28.3	102.0	29.7	22.2	22.8
인건비	160	159	177	205	199	217	215	230	420	542	702	860
매출연동비	331	342	355	340	382	409	442	495	844	1,079	1,368	1,729
외주/인프라	90	84	79	107	92	107	112	124	228	314	360	434
마케팅비	33	40	37	42	30	39	45	53	118	187	151	166
상각비	50	53	61	56	59	62	60	61	131	138	221	241
기타	15	14	15	18	19	22	20	23	66	83	62	84
영업이익	27.7	40.5	59.1	79.6	88.2	97.8	122.0	141.1	165	73	207	449
YoY (%)	165.9	46.6	92.7	1753.6	218.9	141.7	106.5	77.2	42.1	-55.8	183.5	117.1
영업이익률(%)	3.9	5.5	7.5	9.4	10.2	10.3	12.0	12.5	8.4	3.0	6.7	11.3
당기순이익	18	31	51	-440	80	145	87	100	125	16	-340	412
YoY (%)	20	38	597	적유	354	369	70	흑전	91	-87.3	적전	흑전
순이익률(%)	2.5	4.2	6.6	-51.9	9.2	15.3	8.6	8.9	6.3	0.7	-11.1	10.4

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
포털 비즈니스 적정가치	2,472	
12개월 선형 매출액	549	
12개월 선형 순이익	137	순이익률 25% 가정
Target PER(배)	18.0	글로벌 포털 평균 PER에 10% 할인
특비즈니스 적정가치	19,089	
12개월 선형 매출액	1,290	
12개월 선형 순이익	515.91	순이익률 40% 가정
Target PER(배)	37.0	페이스북, 텐센트 평균 PER에 10% 할증 적용
게임즈 지분가치	651	12m 선형 순이익 700억원에 PER 15배 적용
지분율	62%	
페이지 지분가치	2,586	
기업가치	4,060	12m 선형 거래액에 배수 7배 적용
지분율	64%	
모빌리티 지분가치	1,109	
기업가치	1,600	최근 투자 유치 금액
지분율	69%	
재팬(픽코마) 지분가치	1,895	
기업가치	2,044	12m 선형 거래액에 배수 7배 적용
지분율	93%	
뱅크 지분가치	1,836	
기업가치	5,400	자본금에 PBR 3배 적용
지분율	34%	
페이 지분가치	4,568	
기업가치	7,500	MAU 2500만명에 MAU 당 가치 적용
지분율	61%	
카카오 M 지분가치	1,329	
기업가치	1,700	최근 투자 유치 금액
지분율	78%	
순현금	420	
적정 기업가치	35,954	
발행 주식 수(천 주)	83,484	
적정 주가(원)	430,675	
목표 주가(원)	430,000	
현재 주가(원)	381,500	
상승 여력	12.7%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,972	2,417	3,070	3,964	4,820
매출총이익	1,972	2,417	3,070	3,964	4,820
영업이익	165	73	207	449	599
EBITDA	295	208	426	653	775
순이자손익	6	33	20	45	68
외화관련손익	-13	22	13	0	0
지분법손익	13	21	1	8	4
세전계속사업손익	153	131	-234	618	651
당기순이익	125	16	-342	412	456
지배주주순이익	109	48	-301	404	456
<b>증가율(%)</b>					
매출액	34.7	22.5	27.0	29.1	21.6
영업이익	42.4	-55.9	183.5	117.1	33.4
EBITDA	28.4	-29.5	104.6	53.4	18.8
순이익	91.1	-87.3	적전	흑전	10.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.4	3.0	6.7	11.3	12.4
EBITDA 이익률	15.0	8.6	13.9	16.5	16.1
세전이익률	7.8	5.4	-7.6	15.6	13.5
순이익률	6.3	0.7	-11.1	10.4	9.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	372	491	753	-147	705
당기순이익	153	131	-234	412	456
자산상각비	130	135	219	204	176
운전자본증감	48	329	371	-23	64
매출채권 감소(증가)	-2	-1	39	-119	-100
재고자산 감소(증가)	1	-9	-19	-11	-11
매입채무 증가(감소)	3	154	100	92	141
투자현금흐름	-355	-1,261	-414	-833	-371
유형자산처분(취득)	-72	-85	-99	-131	-194
무형자산 감소(증가)	-28	-45	-55	-45	-57
투자자산 감소(증가)	-201	-865	304	-524	-32
재무현금흐름	468	891	322	764	-11
차입금의 증가(감소)	-188	-139	88	216	0
자본의 증가(감소)	-20	1,036	290	548	-11
배당금의 지급	16	13	10	11	11
총현금흐름	314	279	460	-125	641
(-)운전자본증가(감소)	-306	-188	-509	270	-64
(-)설비투자	75	97	106	135	194
(+)자산매각	-25	-33	-48	-41	-57
Free Cash Flow	520	336	815	-571	454
(-)기타투자	311	123	702	-115	88
잉여현금	209	213	113	-457	366
NOPLAT	135	9	150	299	419
(+) Dep	130	135	219	204	176
(-)운전자본투자	-306	-188	-509	270	-64
(-)Capex	75	97	106	135	194
OpFCF	495	235	771	98	466

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,993	2,859	2,830	3,319	3,794
현금성자산	1,699	2,201	2,198	2,485	2,840
매출채권	179	389	386	524	623
재고자산	22	36	49	57	67
비유동자산	4,356	5,101	5,908	6,380	6,547
투자자산	396	1,226	2,009	2,265	2,357
유형자산	271	315	350	405	488
무형자산	3,690	3,865	3,548	3,710	3,702
<b>자산총계</b>	<b>6,349</b>	<b>7,960</b>	<b>8,737</b>	<b>9,699</b>	<b>10,340</b>
유동부채	1,041	2,039	2,433	2,152	2,337
매입채무	280	461	576	740	881
유동성이자부채	177	623	535	322	322
비유동부채	846	293	564	641	653
비유동이자부채	621	45	245	290	290
<b>부채총계</b>	<b>1,887</b>	<b>2,332</b>	<b>2,997</b>	<b>2,793</b>	<b>2,990</b>
자본금	34	42	43	44	44
자본잉여금	3,604	4,648	5,043	5,631	5,631
이익잉여금	403	453	148	565	1,009
자본조정	-11	-6	-9	-30	-30
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
<b>자본총계</b>	<b>4,463</b>	<b>5,627</b>	<b>5,740</b>	<b>6,906</b>	<b>7,350</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,606	618	-3,544	4,641	5,190
BPS	59,332	61,602	60,609	70,733	75,793
DPS	148	127	130	130	130
CFPS	4,642	3,596	5,420	-1,432	7,296
ROA(%)	1.8	0.7	-3.6	4.4	4.5
ROE(%)	2.9	1.0	-5.8	7.1	7.1
ROIC(%)	3.9	0.3	4.7	9.3	12.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	85.3	166.7	-43.3	82.2	73.5
PBR	2.3	1.7	2.5	5.4	5.0
PSR	4.7	3.3	4.2	8.4	6.9
PCR	29.5	28.6	28.3	-266.4	52.3
EV/EBITDA	28.5	33.9	27.8	48.6	40.5
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	42.3	41.4	52.2	40.4	40.7
Net debt/Equity	-20.2	-27.2	-24.7	-27.1	-30.3
Net debt/EBITDA	-305.4	-737.1	-333.4	-287.0	-287.3
유동비율	191.5	140.2	116.3	154.2	162.3
이자보상배율(배)	14.7	7.8	16.1	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	60.7	50.2	41.0	42.3	40.3
현금+투자자산	39.3	49.8	59.0	57.7	59.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	15.2	10.6	12.0	8.1	7.7
자기자본	84.8	89.4	88.0	91.9	92.3

[ Compliance Notice ]

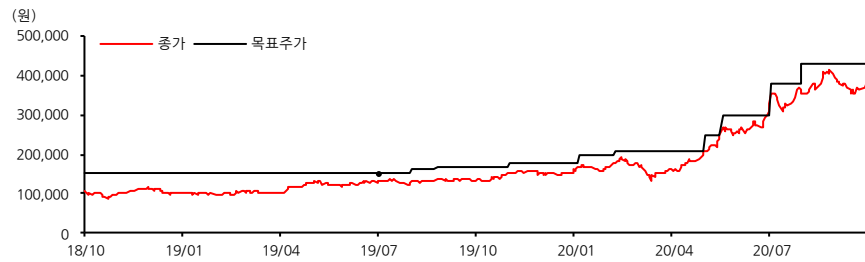
(공표일: 2020년 10월 07일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 카카오의 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2018.10.15	2018.11.09	2018.11.27	2019.01.21	2019.02.15
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2019.03.08	2019.03.19	2019.05.03	2019.05.10	2019.08.09	2019.09.02
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	150,000	150,000	150,000	150,000	160,000	165,000
일 시	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.08	2019.11.11	2020.01.13	2020.02.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	165,000	165,000	180,000	180,000	200,000	210,000
일 시	2020.03.10	2020.03.30	2020.05.08	2020.05.25	2020.07.09	2020.08.05
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	210,000	210,000	250,000	300,000	380,000	380,000
일 시	2020.08.07	2020.09.16	2020.09.24	2020.10.07		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	430,000	430,000	430,000	430,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.27	Buy	150,000	-23.95	-9.33
2019.08.08	Buy	160,000	-17.66	-15.94
2019.09.02	Buy	165,000	-16.84	-8.48
2019.11.08	Buy	180,000	-14.48	-8.33
2020.01.13	Buy	200,000	-16.67	-10.50
2020.02.14	Buy	210,000	-19.34	-1.90
2020.05.08	Buy	250,000	-10.98	-1.20
2020.05.25	Buy	300,000	-9.83	9.33
2020.07.09	Buy	380,000	-10.75	-2.50
2020.08.07	Buy	430,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%