



Outperform(Maintain)

목표주가: 420,000원
주가(11/5): 363,000원
시가총액: 320,340억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/5)		2,413.79pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	412,000원	134,000원
등락률	-11.9%	170.9%
수익률	절대	상대
1M	-2.0%	-4.3%
6M	94.6%	52.8%
1Y	140.4%	113.5%

Company Data

발행주식수	88,248천주
일평균 거래량(3M)	863천주
외국인 지분율	31.9%
배당수익률(20E)	0.03%
BPS(20E)	63,499원
주요 주주	김범수 외 30인 25.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,417.0	3,070.1	4,122.8	5,145.1
영업이익	72.9	206.8	457.6	690.2
EBITDA	208.0	425.6	685.8	903.9
세전이익	130.7	-234.3	577.9	736.4
순이익	15.9	-341.9	413.2	537.6
지배주주지분순이익	47.9	-301.0	392.5	510.7
EPS(원)	613	-3,585	4,482	5,787
증감률(% YoY)	-61.7	적전	흑전	29.1
PER(배)	168.0	-42.8	81.0	62.7
PBR(배)	1.67	2.53	5.72	5.25
EV/EBITDA(배)	36.2	28.9	45.2	34.0
영업이익률(%)	3.0	6.7	11.1	13.4
ROE(%)	1.0	-5.8	7.2	8.7
순차입금비율(%)	-27.5	-25.1	-25.3	-28.3

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



카카오 (035720)

카카오의 성장은 여전히 진행형



카카오의 3Q실적은 매출액 1조 1,004억원(QoQ, +15.5%), 영업이익 1,202억원(QoQ, +23.0%)을 기록하며 당사 추정치를 상회하였습니다. 특비즈의 광고와 커머스 성장성이 유지된 가운데 포털비즈의 회복세도 나타났으며 콘텐츠 성장 등 전 사업부문에서 고른 성장세를 나타냈습니다. 신사업과 일본 픽코마의 마케팅비용이 확대되면서 영업이익률은 소폭 상승에 그쳤습니다. 내년은 샵탭과 단가상승을 통한 광고의 지속성장, 웹툰의 성장, 신사업의 흑자전환 등으로 이익률 개선이 기대됩니다.

>>> 3Q Review: 신사업과 웹툰의 성과가 기대치를 뛰어넘어

카카오의 3Q실적은 매출액 1조 1,004억원(QoQ, +15.5%), 영업이익 1,202억원(QoQ, +23.0%)을 기록하며 당사 기대치를 상회하였다. 매출에서는 포털비즈의 회복세가 더뎠으나 특보드를 필두로 한 특광고사업의 성장세가 확대되었고 커머스 확대로 거래액이 YoY +68% 성장하는 등 호조를 지속하였다. 더불어 신사업에서는 페이의 거래액이 17.9조원으로 YoY +33% 성장하였으며 택시도 13,000대로 증가하면서 매출성장을 이끌었다. 콘텐츠는 게임에서 가디언테일즈의 성과로 게임매출이 급등하였으며 웹툰에서 일본 픽코마의 급성장이 나타났다. 비용에서는 콘텐츠 매출 증가에 따른 수수료 증가와 픽코마 일본 마케팅비용 증가, 신사업 프로모션 등으로 마케팅비용이 급증하였다.

>>> 비즈보드의 상시화, 내년 광고의 성장포인트는?

3Q실적에서 나타난 것은 주요 성장포인트들의 성과가 확실히 올라온 가운데 신규 성장동력이 필요한 점이다. 4Q비즈보드의 상시지면 등으로 12월 일매출 10억원을 전망한다고 언급하였다. 즉, 비즈보드의 인벤토리가 대부분 활용되는 가운데 P의 성장이 중요해진 시점이다. 내년 광고의 성장은 샵탭의 광고 기여 확대와 단가상승이 주요 키포인트가 될 것이다. 샵탭의 경우 카카오TV 런칭 등으로 트래픽이 활성화되어 내년 모먼트를 통한 수익화에 기대가 모아진다. 더불어 광고주 확대(1.2만개)에 따른 단가상승도 내년 성장의 발판이 될 것으로 전망된다. 경쟁이 심화되긴 하였으나 높은 성과를 보여주고 있는 픽코마와 페이지는 내년 일본 동남아 시장을 제외한 다른 지역의 진출을 꾀하면서 한번 더 레벨업을 시도할 것으로 전망된다.

높은 성장이 이루어졌지만 3Q 영업이익률은 마케팅비용과 지급수수료 증가 등으로 10.9%의 소폭 증가에 그쳤다. 하지만 4Q에 성과급지급이 예상되지만 광고 성수기진입과 비즈보드의 상시지면 등으로 이익률 개선이 나타날 것으로 전망된다. 이러한 이익률 개선은 샵탭의 광고매출 기여도가 올라가고 신사업의 흑자전환이 전망되는 내년에 더욱 두드러질 것으로 기대된다.

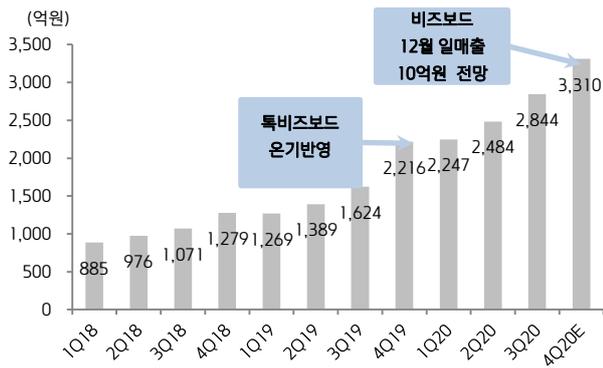
>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 420,000원 유지

카카오 실적 Table (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	7,063	7,330	7,832	8,476	8,684	9,529	11,004	12,011	30,701	41,228	51,451
특비즈	1,269	1,389	1,624	2,216	2,247	2,484	2,844	3,310	6,498	10,886	14,344
포털비즈	1,264	1,369	1,261	1,342	1,166	1,175	1,212	1,258	5,236	4,810	5,130
신사업	598	510	623	883	1,005	1,268	1,488	1,719	2,613	5,480	8,109
콘텐츠	3,932	4,062	4,324	4,035	4,266	4,602	5,460	5,724	16,354	20,052	23,867
게임 콘텐츠	940	984	990	1,059	968	1,075	1,504	1,456	3,974	5,002	6,102
뮤직 콘텐츠	1,372	1,446	1,515	1,533	1,507	1,510	1,557	1,597	5,866	6,172	6,252
유료 콘텐츠	746	815	919	492	970	1,190	1,484	1,670	2,972	5,314	7,512
IP비즈니스/기타	873	817	901	951	819	827	915	1,002	3,541	3,564	4,001
영업비용	6,786	6,926	7,241	7,681	7,801.7	8,550.8	9,802.2	10,498.0	28,634	36,651.7	44,549.0
인건비	1,601	1,590	1,774	2,050	1,987	2,165	2,393	2,690	7,015	9,235	10,797
상각비	501	534	607	564	587	616	668	671	2,206	2,542	2,846
매출연동비	3,306	3,419	3,550	3,404	3,817	4,095	4,637	4,902	13,680	17,451	21,335
외주/인프라	899	844	791	1,066	921	1,066	1,139	1,211	3,601	4,337	5,349
기타	149	139	150	182	191	223	203	252	620	869	1,189
영업이익	277	405	591	794	882	978	1,202	1,513	2,067	4,576	6,902
영업이익률	3.9%	5.5%	7.5%	9.4%	10.2%	10.3%	10.9%	12.6%	6.7%	11.1%	13.4%

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

비즈보드, 12월 일매출 10억원 전망



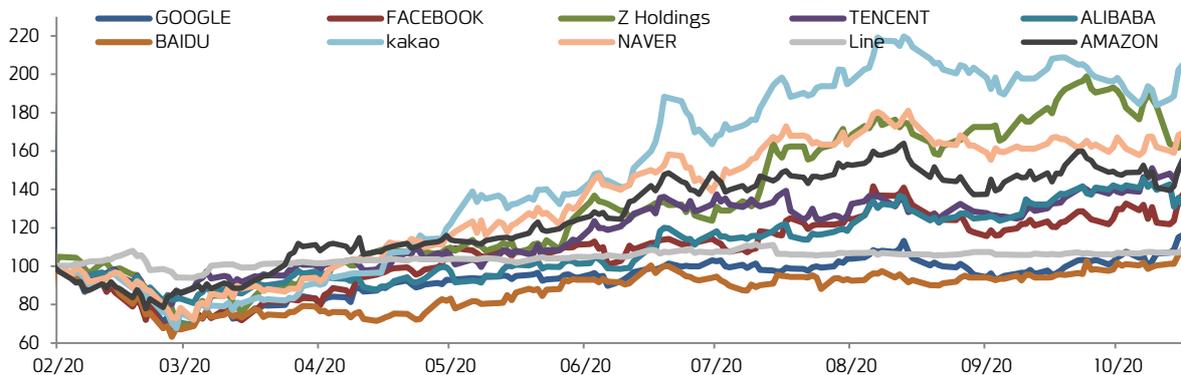
자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

3Q 가파른 성장이 유지된 픽코마



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

2/21일 이후 글로벌 Peer들의 주가 수익률 추이(기준=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,417.0	3,070.1	4,122.8	5,145.1	5,805.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,417.0	3,070.1	4,122.8	5,145.1	5,805.4
판매비	2,344.0	2,863.3	3,665.2	4,454.9	4,931.6
영업이익	72.9	206.8	457.6	690.2	873.8
EBITDA	208.0	425.6	685.8	903.9	1,080.3
영업외손익	57.7	-441.0	120.3	46.2	61.0
이자수익	41.8	31.7	33.3	38.0	45.0
이자비용	9.4	12.8	12.8	12.8	12.8
외환관련이익	34.3	22.1	15.5	0.0	0.0
외환관련손실	11.9	8.9	4.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	6.7	-19.8	42.0	53.9	61.7
기타	-3.8	-453.3	46.3	-32.9	-32.9
법인세차감전이익	130.7	-234.3	577.9	736.4	934.8
법인세비용	114.8	107.7	164.7	198.8	233.7
계속사업순이익	15.9	-341.9	413.2	537.6	701.1
당기순이익	15.9	-341.9	413.2	537.6	701.1
지배주주순이익	47.9	-301.0	392.5	510.7	666.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.5	27.0	34.3	24.8	12.8
영업이익 증감율	-55.9	183.7	121.3	50.8	26.6
EBITDA 증감율	-29.5	104.6	61.1	31.8	19.5
지배주주순이익 증감율	-55.9	-728.4	-230.4	30.1	30.4
EPS 증감율	-61.7	적전	흑전	29.1	30.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	3.0	6.7	11.1	13.4	15.1
EBITDA Margin(%)	8.6	13.9	16.6	17.6	18.6
지배주주순이익률(%)	2.0	-9.8	9.5	9.9	11.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859.0	2,829.7	3,005.9	3,381.3	3,935.8
현금 및 현금성자산	1,247.0	1,918.2	2,072.4	2,434.9	2,947.5
단기금융자산	953.1	279.0	237.2	201.6	171.4
매출채권 및 기타채권	398.2	388.0	432.9	463.1	522.5
재고자산	35.8	49.4	66.4	82.9	93.5
기타유동자산	224.9	195.1	197.0	198.8	200.9
비유동자산	5,100.6	5,907.6	6,212.2	6,448.5	6,674.7
투자자산	816.1	1,627.7	1,980.8	2,245.8	2,518.6
유형자산	314.8	349.8	329.5	320.8	281.8
무형자산	3,865.3	3,548.4	3,520.3	3,500.3	3,492.7
기타비유동자산	104.4	381.7	381.6	381.6	381.6
자산총계	7,959.5	8,737.3	9,218.0	9,829.8	10,610.5
유동부채	1,909.3	2,133.8	2,215.6	2,305.1	2,400.0
매입채무 및 기타채무	612.9	677.2	759.0	848.5	943.5
단기금융부채	609.5	516.7	516.7	516.7	516.7
기타유동부채	686.9	939.9	939.9	939.9	939.8
비유동부채	293.2	563.8	563.8	563.8	563.8
장기금융부채	45.0	237.3	237.3	237.3	237.3
기타비유동부채	248.2	326.5	326.5	326.5	326.5
부채총계	2,332.4	2,997.1	3,078.9	3,168.4	3,263.4
지배지분	5,136.9	5,225.4	5,603.6	6,099.1	6,749.8
자본금	41.7	43.2	44.2	44.2	44.2
자본잉여금	4,647.5	5,043.2	5,043.2	5,043.2	5,043.2
기타자본	1.5	7.2	7.2	7.2	7.2
기타포괄손익누계액	-7.3	-16.4	-20.8	-25.2	-29.5
이익잉여금	453.4	148.2	529.8	1,029.6	1,684.7
비지배지분	490.3	514.8	535.4	562.3	597.4
자본총계	5,627.2	5,740.1	6,139.1	6,661.4	7,347.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	491.5	752.7	824.5	945.8	1,076.4
당기순이익	0.0	0.0	413.2	537.6	701.1
비현금항목의 가감	148.0	694.6	766.9	769.9	782.9
유형자산감가상각비	67.7	139.1	155.0	143.8	138.9
무형자산감가상각비	67.4	79.7	73.2	69.9	67.6
지분법평가손익	-84.2	-96.6	-104.6	-116.5	-124.3
기타	97.1	572.4	643.3	672.7	700.7
영업활동자산부채증감	329.3	370.8	17.5	40.9	22.9
매출채권및기타채권의감소	-1.5	39.2	-44.9	-30.2	-59.4
재고자산의감소	-9.0	-19.2	-17.0	-16.5	-10.6
매입채무및기타채무의증가	154.4	100.5	81.8	89.5	94.9
기타	185.4	250.3	-2.4	-1.9	-2.0
기타현금흐름	14.2	-312.7	-373.1	-402.6	-430.5
투자활동 현금흐름	-1,260.7	-414.2	-551.2	-462.7	-443.1
유형자산의 취득	-97.2	-106.4	-134.7	-135.0	-100.0
유형자산의 처분	11.9	7.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-45.4	-55.3	-45.0	-50.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-436.9	-831.4	-311.0	-211.0	-211.0
단기금융자산의감소(증가)	-424.5	674.1	41.9	35.6	30.2
기타	-268.6	-102.3	-102.4	-102.3	-102.3
재무활동 현금흐름	890.5	322.2	114.4	112.9	112.9
차입금의 증가(감소)	-136.1	-91.3	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의증가(감소)	1,050.9	299.9	1.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.5	-10.3	-10.4	-10.9	-10.9
기타	-10.6	123.9	123.8	123.8	123.8
기타현금흐름	9.0	10.5	-233.6	-233.6	-233.6
현금 및 현금성자산의 순증가	130.2	671.2	154.2	362.5	512.7
기초현금 및 현금성자산	1,116.8	1,247.0	1,918.2	2,072.4	2,434.9
기말현금 및 현금성자산	1,247.0	1,918.2	2,072.4	2,434.9	2,947.5

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	613	-3,585	4,482	5,787	7,547
BPS	61,602	60,603	63,499	69,113	76,487
CFPS	2,099	4,200	13,475	14,816	16,815
DPS	127	127	127	127	127
주당배수(배)					
PER	168.0	-42.8	81.0	62.7	48.1
PER(최고)	265.1	-44.3	93.8		
PER(최저)	140.3	-26.0	28.4		
PBR	1.67	2.53	5.72	5.25	4.75
PBR(최고)	2.64	2.62	6.62		
PBR(최저)	1.40	1.54	2.01		
PSR	3.33	4.20	7.71	6.23	5.52
PCFR	49.1	36.5	26.9	24.5	21.6
EV/EBITDA	36.2	28.9	45.2	34.0	28.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	63.3	-3.0	2.6	2.0	1.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
ROA	0.2	-4.1	4.6	5.6	6.9
ROE	1.0	-5.8	7.2	8.7	10.4
ROIC	-0.6	5.6	10.2	16.1	21.4
매출채권회전율	8.4	7.8	10.0	11.5	11.8
재고자산회전율	84.2	72.0	71.2	68.9	65.8
부채비율	41.4	52.2	50.2	47.6	44.4
순차입금비율	-27.5	-25.1	-25.3	-28.3	-32.2
이자보상배율	7.8	16.1	35.7	53.9	68.2
총차입금	654.5	753.9	753.9	753.9	753.9
순차입금	-1,545.7	-1,443.3	-1,555.6	-1,882.5	-2,365.0
NOPLAT	208.0	425.6	685.8	903.9	1,080.3
FCF	313.0	626.7	393.2	573.4	724.8

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 5일 현재 '카카오' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

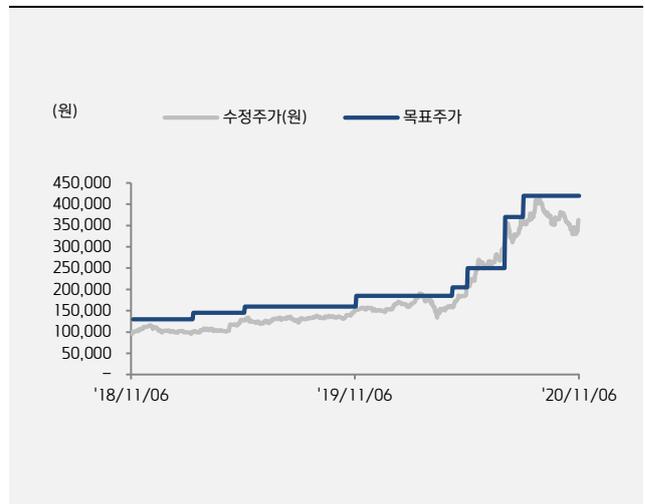
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사원	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
카카오	2018/11/09	BUY(Upgrade)	130,000	6개월	-19.88	-10.77
(035720)	2019/02/15	BUY(Maintain)	145,000	6개월	-28.66	-23.79
	2019/04/16	BUY(Maintain)	145,000	6개월	-25.29	-11.38
	2019/05/10	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-20.60	-16.25
	2019/07/19	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-20.22	-15.00
	2019/08/09	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-17.62	-5.00
	2019/11/08	BUY(Maintain)	185,000	6개월	-13.09	2.97
	2020/04/13	BUY(Maintain)	205,000	6개월	-12.44	0.49
	2020/05/08	BUY(Maintain)	250,000	6개월	2.43	24.20
	2020/07/08	Outperform (Downgrade)	370,000	6개월	-8.59	0.14
	2020/08/07	Outperform(Maintain)	420,000	6개월	-12.37	-1.90
	2020/11/06	Outperform(Maintain)	420,000	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%