

카카오 (035720)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	410,000원 (M)
현재주가 (11/5)	363,000원
상승여력	13%

시가총액	320,340억원
총발행주식수	88,247,819주
60일 평균 거래대금	3,223억원
60일 평균 거래량	863,441주
52주 고	412,000원
52주 저	134,000원
외인지분율	31.85%
주요주주	김범수 외 30 인 25.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.0)	(2.0)	144.4
상대	(4.3)	(6.2)	117.0
절대(달러환산)	1.0	3.2	150.8

예상대로 높은 성장

3Q20 Review

1조 1,004억원(YoY +41%, QoQ +16%), 영업이익 1,202억원(YoY +103%, QoQ +23%), 지배순이익 1,275억원(YoY +129%, QoQ -9%). 시장기대치 상회. 비수기에도 3월 5,400명에서 9월 1만 2,000명으로 광고주 급증, 광고노출 확대에 따른 특비즈보드 고성장, 고가품 판매 증가 등 선물하기 고성장(거래액 YoY +54%)으로 특비즈 매출 2,844억원(YoY +41%, QoQ +15%), 카카오페이 비승금 거래액 전년 대비 두배 증가, 1분기 5,400대에서 3분기 1만3천대로 급증하고 있는 카카오 가맹 택시 수수료 매출 증가로, 모빌리티는 부문은 3분기 흑자전환, 신사업 매출 1,488억원(YoY +139%, QoQ +17%), '가디언테일즈' 흥행에 따른 게임 매출 1,504억원(YoY +52%, QoQ +40% 급증), 일본 '피코마' 거래액 YoY +242% 증가 등 유료콘텐츠 매출 1,484억원(YoY +61%, QoQ +25%) 등 고성장 유지. 피코마, 게임, 페이 등 마케팅비 YoY +107%, QoQ +98% 급증하였으나, 매출 증가로 인한 레버리지 효과로 영업이익률 Y-Y +3.4%pt, Q-Q +0.6%pt 증가한 10.9% 시현하며 향후에도 매출성장 - 영업 이익(률) 증가 가능성 보임

4분기 및 2021년 전망

특비즈보드 광고노출이 채팅탭 페이지뷰 대비 아직 50%에 불과(2분기 33%)하여 아직 성장 여력이 높고 광고 - 커머스 시너지로 특비즈 매출 성장은 4분기 성수기는 물론 2021년에도 유지될 것으로 예상되나 기저효과로 성장률은 둔화 전망.

반면 종이 만화 포함 일본만화시장 5.7조원 중 아직 7.7%에 불과한 피코마의 높은 성장잠재력은 내년에도 고성장을 유지할 것으로 예상됨. 카카오 택시 프리미엄 수요 증가, 카카오 페이 증권 신규사업 확장으로 신사업 부문도 고성장 및 수익성이 급속히 개선될 것으로 전망

투자 의견 BUY, 목표주가 41만원 유지

국내 광고-커머스-컨텐츠(게임, 웹툰, 음악)-모빌리티-금융(페이)-IP사업부문의 고른 고성장과 일본 피코마 고성장 및 이에 따른 영업이익률 개선은 2021년에도 이어질 것으로 예상됨. 투자 의견 BUY, 목표주가 41만원 유지

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11,004	40.5	15.5	10,257	7.3
영업이익	1,202	103.5	23.0	1,153	4.2
세전계속사업이익	1,796	102.1	-12.0	1,387	29.5
지배순이익	1,275	128.9	-8.8	1,001	27.3
영업이익률 (%)	10.9	+3.4 %pt	+0.6 %pt	11.2	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	11.6	+4.5 %pt	-3.1 %pt	9.8	+1.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	24,170	30,701	41,194	51,755
영업이익	729	2,068	4,494	7,280
지배순이익	479	-3,010	4,947	7,720
PER	192.9	-35.0	64.8	41.5
PBR	1.8	2.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	38.8	22.4	46.1	16.5
ROE	1.0	-5.8	8.5	11.4

자료: 유안타증권

카카오(035720) 실적추이 및 전망

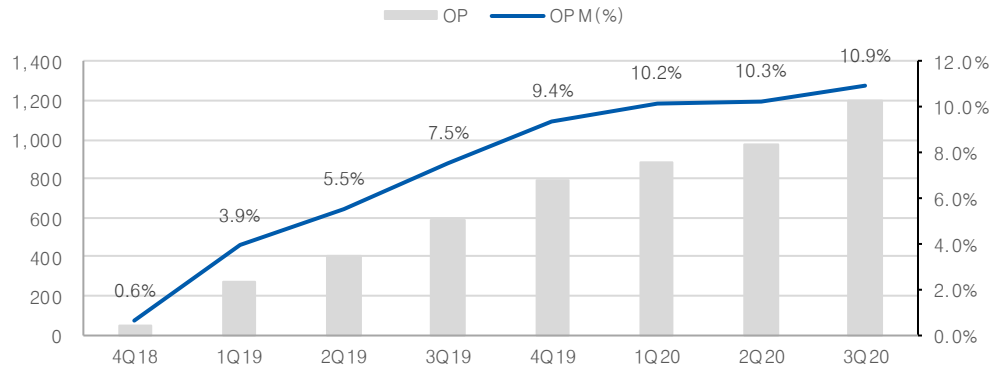
(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
총매출	7,063	7,330	7,832	8,476	8,684	9,529	11,004	11,978	24,170	30,701	41,194	51,755	62,818	73,829
YoY(%)	27%	24%	31%	26%	23%	30%	41%	41%	23%	27%	34%	26%	21%	18%
플랫폼부문	3,131	3,268	3,507	4,441	4,418	4,927	5,544	6,317	10,393	14,347	21,206	28,931	37,580	46,811
특비즈	1,269	1,389	1,624	2,216	2,247	2,484	2,844	3,292	4,211	6,498	10,868	14,857	18,341	21,313
YoY(%)	43%	42%	52%	73%	77%	79%	75%		63%	54%	67%	37%	23%	16%
광고	513	700	932	1,205	1,191	1,366	1,564	1,784	1,895	3,351	5,906	8,159	9,835	11,105
특비즈보드	-	0	208	446	453	533	686	811	-	653	2,482	4,092	5,442	6,449
커머스	756	689	692	1,010	1,056	1,118	1,280	1,508	2,316	3,148	4,962	6,698	8,507	10,208
포털비즈	1,264	1,369	1,261	1,342	1,166	1,175	1,212	1,299	4,954	5,236	4,851	4,527	4,326	4,197
신사업	598	510	623	883	1,005	1,268	1,488	1,726	1,227	2,613	5,487	9,547	14,913	21,301
YoY(%)	172%	103%	105%	95%	68%	149%	139%	119%	93%	113%	110%	74%	56%	43%
콘텐츠부문	3,932	4,062	4,324	4,035	4,266	4,602	5,460	5,661	13,777	16,354	19,988	22,824	25,238	27,018
게임 콘텐츠	940	984	990	1,059	968	1,075	1,504	1,301	4,170	3,974	4,848	5,187	5,447	5,610
뮤직 콘텐츠	1,372	1,446	1,515	1,533	1,507	1,510	1,557	1,584	5,329	5,866	6,159	6,344	6,471	6,536
YoY(%)	9%	11%	11%	9%	10%	4%	1%	7%	11%	10%	5%	3%	2%	1%
유료 콘텐츠	746	815	919	492	970	1,190	1,484	1,722	2,184	2,972	5,366	7,317	8,947	10,060
YoY(%)	71%	60%	52%	-22%	30%	46%	61%	250%	72%	36%	81%	36%	22%	12%
거래액	920	1,010	1,100	1,270	1,393	1,727	2,229	2,638	2,900	4,300	7,987	11,131	13,728	15,585
IP 비즈니스 기타	873	817	901	951	819	827	915	1,053	2,095	3,541	3,615	3,976	4,374	4,811
YoY(%)	84%	82%	79%	43%	-6%	1%	10%	6%	5%	69%	2%	10%	10%	10%
영업비용	6,786	6,926	7,241	7,680	7,802	8,551	9,802	10,546	23,440	28,633	36,700	44,475	52,399	60,265
인건비	1,601	1,590	1,774	2,050	1,987	2,165	2,393	2,465	5,419	7,015	9,010	10,600	12,405	14,696
매출연동비	3,306	3,419	3,550	3,404	3,817	4,095	4,637	5,097	10,795	13,680	17,646	22,007	26,660	30,822
외주/인프라	899	844	791	1,066	921	1,066	1,139	1,183	3,144	3,601	4,309	5,072	5,834	6,624
마케팅비	329	399	368	415	299	385	763	864	1,873	1,513	2,311	2,904	3,348	3,738
상각비	501	534	607	564	587	616	668	698	1,381	2,206	2,569	2,711	2,862	3,020
기타	149	139	150	181	191	223	203	238	829	618	855	1,181	1,290	1,365
영업이익	277	405	591	796	882	978	1,202	1,432	729	2,068	4,494	7,280	10,419	13,564
영업이익률	4%	6%	8%	9%	10%	10%	11%	12%	3%	7%	11%	14%	17%	18%
YoY(%)	166%	47%	93%	1754%	219%	142%	103%	80%	-56%	183%	117%	62%	43%	30%

자료: 유안타증권 리서치센터

4Q18~3Q20 카카오(035720) 영업이익 & 영업이익률

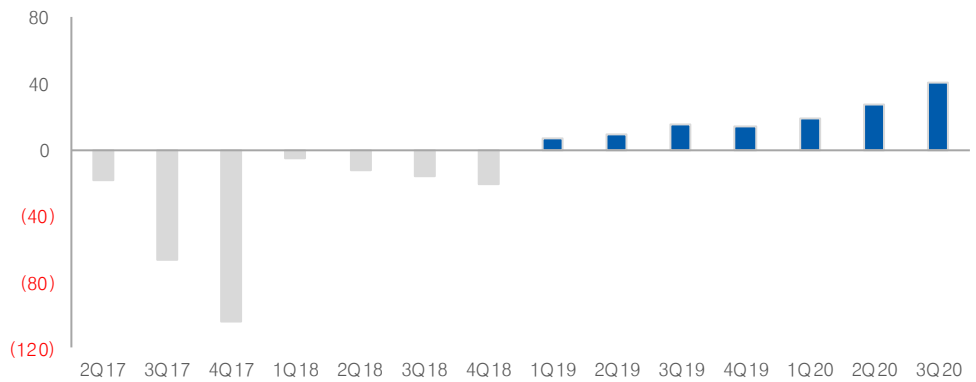
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

2Q17~3Q20 카카오뱅크 분기별 당기순이익

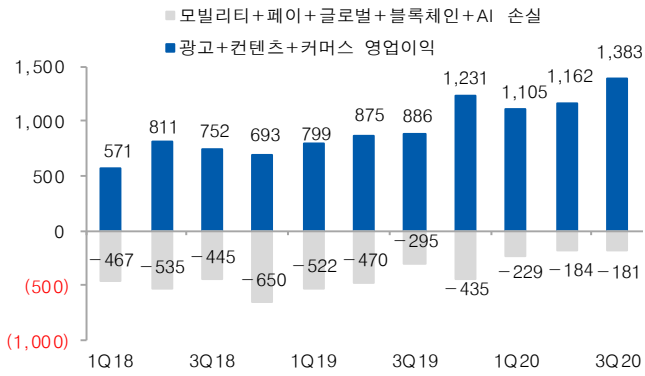
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

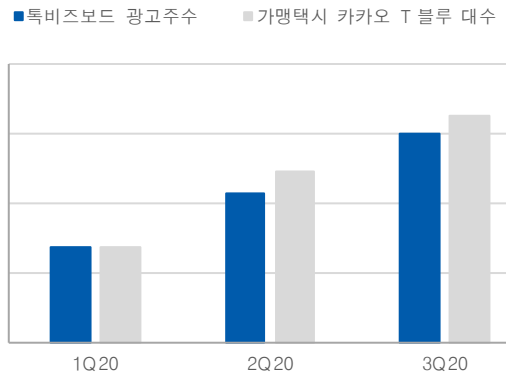
카카오 부문별 영업이익 추이

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

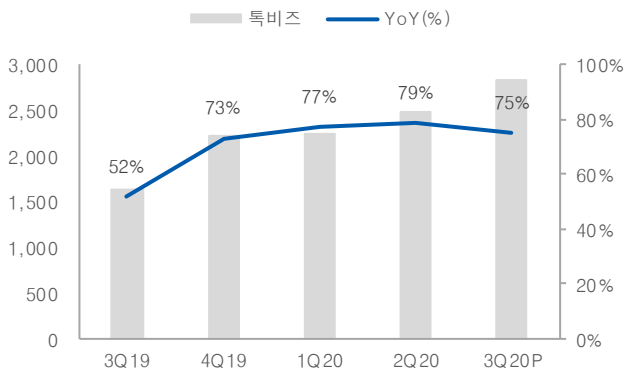
특비즈보드 광고주수와 카카오 T 블루 대수 분기추이



자료: 유안타증권 리서치센터

특비즈 매출액 및 성장률

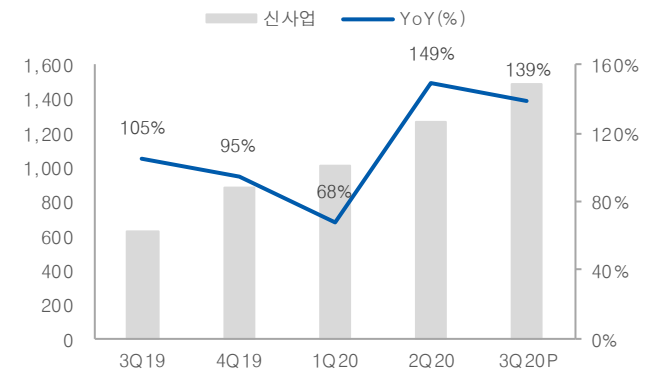
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

신사업 매출액 및 성장률

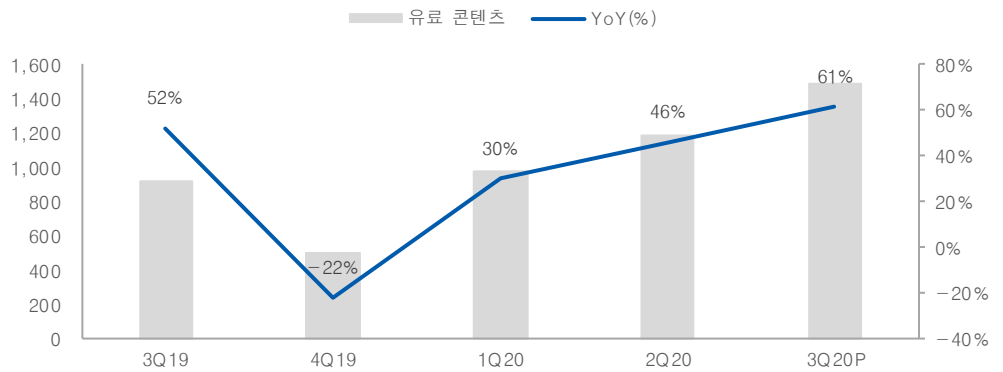
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

유료콘텐츠 매출액 및 성장률

(단위: 억원)



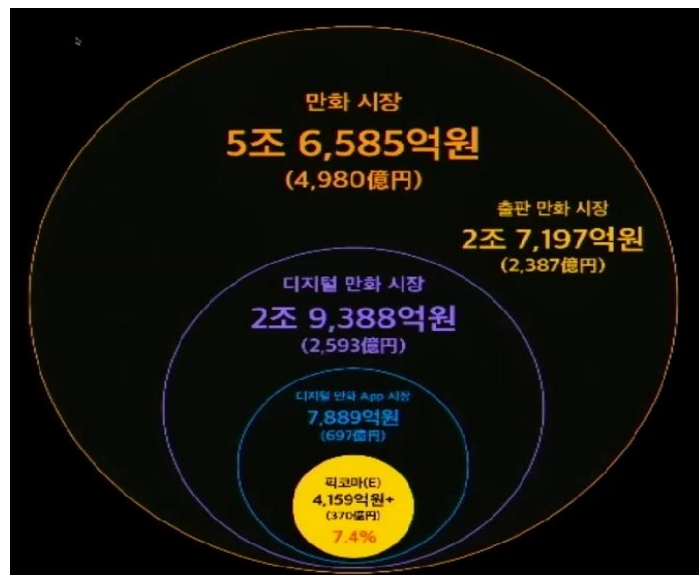
자료: 유안타증권 리서치센터

일본 구글플레이 매출 순위 (11/4)

#	수익	변동
1	퍼즐&드래곤즈(Puzz... GungHo Online Enterte...	=
2	몬스터스트라이크 XFLAG	=
3	LINE:디즈니어 킴킴 LINE	▲ 2
4	프로야球スピリッツA KONAMI	▼ 1
5	드래곤볼Z 도칸... BANDAI NAMCO Entert...	▼ 1
6	원신 miHoYo	=
7	비코마 - 인기만화가... Kakao Japan Corp	▲ 1
8	디즈니어 트위스티드... Aniplex	▼ 1
9	放置少女 ~百花繚亂의... C4GAMES	=
10	아웃바스트라베러 犬... SQUARE ENIX	=

자료: 카카오

일본 만화시장 대비 피코마 거래액 비중



자료: 카카오

카카오(035720) SOTP 밸류에이션				(단위: 억원)
사업부문 등	지분가치	지분율	부문가치	부문 가치 산정 방식
광고 (A)	140,815	100%	140,815	2021년 광고 매출액 1.1조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 7.4배에 고성장 프리미엄 50% 적용
커머스 (B)	31,356	100%	31,356	2021년 커머스 매출액 0.67조원 * 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% 시장점유율 과 PER 10배를 적용
카카오 모빌리티 (D)	16,825	69%	24,385	2021년 매출액 0.5조원 * UBER, LYFT 20년 PSR 평균 4.3배
카카오 게임 (E)	11,203	46%	34,740	카카오 게임즈 시가총액 (11/5) * 자회사 할인율 30%
뮤직 (멜론) (F)	26,645	100%	26,645	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)	25,125	34%	75,000	국내 은행 연간 순이익 합계 15조원 * 향후 2년내 카카오뱅크 시장점유율 5% * PER 10배
순현금 (K)	8,573	-	-	3분기 말 별도 기준 순현금 8,573억원
자기주식 (L)	6,437	-	-	자기주식 1,773,194주 * 36.3만원
기타 관계기업 가치 (M)	10,000	-	10,000	
적정가치 (A+B+C+D+E+F+G+ H+I+J+K+M)	359,444			
발행주식수 (주)	87,846,158			
목표주가 (원)	409,174			

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	24,170	30,701	41,194	51,755	62,818
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,170	30,701	41,194	51,755	62,818
판매비	23,440	28,633	36,700	44,475	52,399
영업이익	729	2,068	4,494	7,280	10,419
EBITDA	2,080	4,256	6,530	17,438	15,809
영업외손익	577	-4,410	2,593	3,555	4,616
외환관련손익	224	132	0	0	0
이자손익	324	189	278	421	554
관계기업관련손익	67	-198	204	808	1,548
기타	-38	-4,534	2,110	2,326	2,514
법인세비용차감전순손익	1,307	-2,343	7,087	10,835	15,036
법인세비용	1,148	1,077	1,810	2,600	3,609
계속사업순손익	159	-3,419	5,276	8,235	11,427
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	-3,419	5,276	8,235	11,427
지배지분순이익	479	-3,010	4,947	7,720	10,713
포괄순이익	242	-3,461	5,971	8,386	11,472
지배지분포괄이익	593	-3,043	5,731	8,050	11,012

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,915	7,527	10,646	19,069	16,995
당기순이익	0	0	3,025	8,235	11,427
감가상각비	677	1,391	1,215	5,567	1,372
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-64	-53	-614	-808	-1,548
자산부채의 증감	3,293	3,708	1,523	-504	-261
기타현금흐름	1,009	2,480	5,496	6,579	6,005
투자활동 현금흐름	-12,607	-4,142	-11,210	-4,294	-5,311
투자자산	-4,342	-7,142	-2,770	-10	-10
유형자산 증가 (CAPEX)	-972	-1,064	-1,466	-1,466	-1,466
유형자산 감소	119	71	94	94	94
기타현금흐름	-7,413	3,992	-7,068	-2,912	-3,929
재무활동 현금흐름	8,905	3,222	7,713	6,224	6,224
단기차입금	-1,394	-262	1,514	1,077	1,077
사채 및 장기차입금	32	-650	958	457	457
자본	10,509	2,999	2	0	0
현금배당	-135	-103	-106	-111	-111
기타현금흐름	-108	1,238	5,345	4,801	4,801
연결범위변동 등 기타	90	105	-2,120	-6,183	-4,088
현금의 증감	1,302	6,712	5,029	14,816	13,820
기초 현금	11,168	12,470	19,182	24,211	39,027
기말 현금	12,470	19,182	24,211	39,027	52,847
NOPLAT	729	3,018	4,494	7,280	10,419
FCF	3,760	7,851	5,439	13,722	11,581

자료: 유안타증권

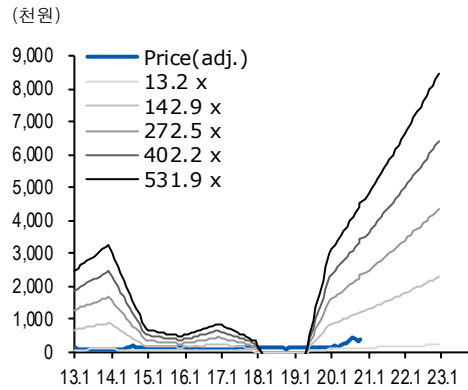
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	28,590	28,297	41,327	55,539	70,123
현금및현금성자산	12,470	19,182	24,211	39,027	52,847
매출채권 및 기타채권	3,982	3,880	5,253	4,862	5,069
재고자산	358	494	500	628	762
비유동자산	51,006	59,076	66,676	59,329	57,529
유형자산	3,148	3,498	4,196	0	0
관계기업등 지분관련자산	3,052	9,789	11,617	12,588	14,300
기타투자자산	5,109	6,488	8,433	8,554	8,687
자산총계	79,595	87,373	112,681	119,546	132,330
유동부채	19,093	21,338	26,735	25,567	27,471
매입채무 및 기타채무	6,129	6,772	8,454	8,877	9,321
단기차입금	291	75	1,610	2,687	3,764
유동성장기부채	1,100	2	803	803	803
비유동부채	2,932	5,638	6,947	7,289	7,484
장기차입금	27	74	411	968	1,525
사채	399	400	0	-100	-200
부채총계	23,324	29,971	41,689	40,944	43,124
지배지분	51,369	52,254	64,037	71,648	82,252
자본금	417	432	442	442	442
자본잉여금	46,475	50,432	56,314	56,314	56,314
이익잉여금	4,534	1,482	6,554	14,165	24,769
비지배지분	4,903	5,148	6,955	6,955	6,955
자본총계	56,272	57,401	70,991	78,602	89,206
순차입금	-15,483	-15,088	-26,355	-39,870	-53,571
총차입금	6,530	6,896	7,001	7,535	8,069

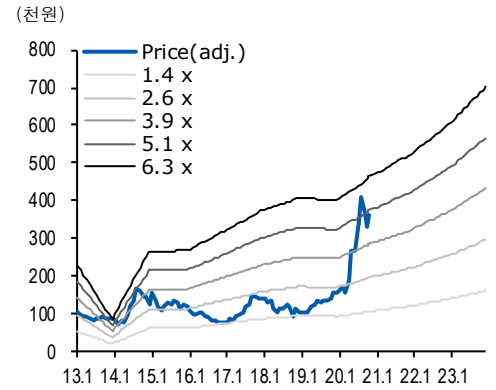
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	613	-3,585	5,605	8,748	12,139
BPS	64,897	63,732	74,671	83,546	95,911
EBITDAPS	2,663	5,069	7,399	19,761	17,914
SPS	30,944	36,567	46,680	58,647	71,184
DPS	127	127	127	127	127
PER	192.9	-35.0	64.8	41.5	29.9
PBR	1.8	2.0	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	38.8	22.4	46.1	16.5	17.3
PSR	3.8	3.4	7.8	6.2	5.1

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	22.5	27.0	34.2	25.6	21.4
영업이익 증가율 (%)	-55.9	183.5	117.3	62.0	43.1
지배순이익 증가율 (%)	-55.9	적전	흑전	56.1	38.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.0	6.7	10.9	14.1	16.6
지배순이익률 (%)	2.0	-9.8	12.0	14.9	17.1
EBITDA 마진 (%)	8.6	13.9	15.9	33.7	25.2
ROIC	0.3	9.3	11.9	23.7	45.7
ROA	0.7	-3.6	4.9	6.6	8.5
ROE	1.0	-5.8	8.5	11.4	13.9
부채비율 (%)	41.4	52.2	58.7	52.1	48.3
순차입금/자기자본 (%)	-30.1	-28.9	-41.2	-55.6	-65.1
영업이익/금융비용 (배)	7.8	16.1	0.0	0.0	0.0

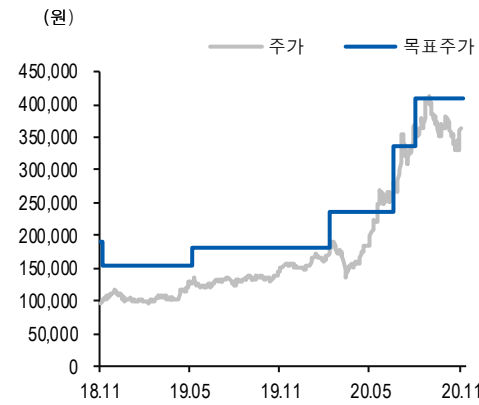
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-06	BUY	410,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-03

※ 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.