



카카오 (035720)

40%의 놀라운 매출 성장률



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

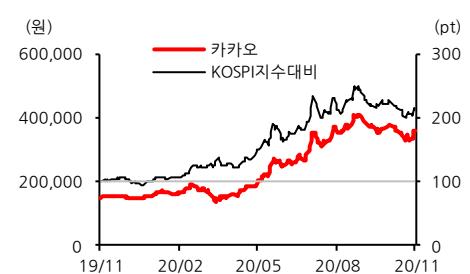
Buy (유지)

목표주가(상향): 450,000원

현재 주가(11/5)	363,000원
상승여력	24.%
시가총액	320,340억원
발행주식수	88,248천주
52 주 최고가 / 최저가	412,000 / 134,000원
90 일 일평균 거래대금	3,291.46억원
외국인 지분율	31.9%
주주 구성	
김범수 (외 31인)	25.6%
국민연금공단 (외 1인)	8.5%
MAXIMOPTE (외 1인)	6.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.0	-2.0	94.6	144.4
상대수익률(KOSPI)	-4.4	-6.4	67.3	131.8
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,417	3,070	4,045	5,136
영업이익	73	207	463	717
EBITDA	208	426	667	896
지배주주순이익	48	-301	508	641
EPS	618	-3,544	5,830	7,301
순차입금	-1,533	-1,419	-1,974	-2,511
PER	166.7	-43.3	62.3	49.7
PBR	1.7	2.5	5.0	4.6
EV/EBITDA	33.9	27.8	45.1	33.0
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0
ROE	1.0	-5.8	8.8	9.7

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 시장 기대치를 상회했습니다. 마케팅 증가에도 불구하고 매출과 이익 성장 속도는 더욱 가파르게 나타날 것으로 전망합니다. 동사에 대한 목표주가를 45 만 원으로 상향합니다.

3분기 실적은 컨센서스 소폭 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 1.1조 원, 영업이익 1202억 원을 기록하며 컨센서스를 소폭 상회했다. 카카오톡 광고와 선물하기가 포함된 톡비즈 매출액은 전년동기 대비 75% 증가하며 고성장세를 이어갔다. 톡보드 광고는 광고주 예산 증가와 신규 광고주 유입으로 9월 역대 최대 매출을 기록했고, 커머스 거래액은 전년동기 대비 68%나 성장했다. 신사업 매출액은 모빌리티와 페이의 거래액 확대로 인해 139% 성장했다. 인건비는 자회사 연결 편입으로 전분기 대비 11% 증가, 마케팅비는 컨텐츠와 게임 신작 관련 집행으로 98%나 증가했음에도 불구하고 영업이익률은 10.9%를 기록하며 개선 추세를 이어갔다.

비용 증가를 상회하는 매출 성장세 지속

동사의 4분기 매출액과 영업이익도 전년동기 대비 각각 31%, 69% 성장하며 실적 모멘텀이 유지될 것으로 전망된다. 성수기 효과가 더해질 광고와 커머스 부문 성장세는 지속될 것으로 판단한다. 톡보드 광고는 지난해 4분기 일매출액 5억 원에서 올해 12월에는 10억 원까지 증가할 것으로 예상된다. 3분기 동사의 신사업 영업손실은 181억 원까지 축소됐는데, 특히, 픽코마는 대규모 마케팅 집행에도 불구하고 지난해 4분기부터 매분기 흑자를 지속하고 있는 점이 고무적이다. 4분기에도 전사 마케팅비 증가가 불가피하지만, 매출액 증가세가 이를 상회하며 이익 증가 구간이 지속될 것으로 전망한다.

목표주가 45만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 45만 원으로 상향한다. 가파른 거래대금 성장을 반영해 픽코마 가치를 3.4조 원으로 상향했다. 우리는 최근 나타난 주가 조정기는 견전한 흐름이라고 보며, 양호한 실적 성장에 따라 주가 상승세도 다시 회복될 가능성이 높다고 판단한다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	706	733	783	848	868	953	1,100	1,124	2,417	3,070	4,045	5,136
YoY (%)	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	30.0	40.5	32.6	22.5	27.0	31.8	27.0
플랫폼부문	313	327	351	444	442	493	554	597	1,039	1,435	2,086	2,733
톡비즈	127	139	162	222	225	248	284	315	421	650	1,073	1,418
포털비즈	126	137	126	134	117	117	121	127	495	524	482	499
신사업	60	51	62	88	101	127	149	155	123	261	531	815
콘텐츠부문	393	406	432	404	427	460	546	527	1,378	1,635	1,959	2,403
게임 콘텐츠	94	98	99	106	97	107	150	124	417	397	479	547
뮤직 콘텐츠	137	145	151	153	151	151	156	151	533	587	608	623
유료 콘텐츠	75	82	92	49	97	119	148	156	218	297	520	826
IP 비즈니스 기타	87	82	90	95	82	83	92	96	209	354	352	406
YoY (%) 성장률												
플랫폼부문	35%	30%	39%	47%	41%	51%	58%	34%	26%	38%	45%	31%
톡비즈	43%	42%	52%	73%	77%	79%	75%	42%	63%	54%	65%	32%
포털비즈	4%	7%	9%	3%	-8%	-14%	-4%	-6%	-1%	6%	-8%	4%
신사업	172%	103%	105%	95%	68%	149%	139%	76%	93%	113%	103%	53%
콘텐츠부문	22%	20%	25%	9%	8%	13%	26%	31%	20%	19%	20%	23%
게임 콘텐츠	-11%	-12%	0%	6%	3%	9%	52%	17%	22%	-5%	21%	14%
뮤직 콘텐츠	9%	11%	11%	9%	10%	4%	3%	-2%	11%	10%	4%	2%
유료 콘텐츠	71%	60%	52%	-22%	30%	46%	61%	217%	72%	36%	75%	59%
IP 비즈니스 기타	84%	82%	79%	43%	-6%	1%	2%	1%	5%	69%	-1%	15%
영업비용	679	693	724	768	780	855	980	967	2,344	2,863	3,583	4,419
YoY (%)	24.5	23.4	27.3	14.8	15.0	23.5	35.4	25.9	29.7	22.2	25.1	23.3
인건비	160	159	177	205	199	217	239	241	542	702	896	1,020
매출연동비	331	342	355	340	382	409	464	472	1,079	1,368	1,727	2,260
외주/인프라	90	84	79	107	92	107	114	112	314	360	425	525
마케팅비	33	40	37	42	30	39	76	56	187	151	201	250
상각비	50	53	61	56	59	62	67	63	138	221	250	261
기타	15	14	15	18	19	22	20	22	83	62	84	103
영업이익	27.7	40.5	59.1	79.6	88.2	97.8	120.2	156.5	73	207	463	717
YoY (%)	165.9	46.6	92.7	1753.6	218.9	141.7	103.4	96.6	-55.8	183.5	123.7	55.0
영업이익률(%)	3.9	5.5	7.5	9.4	10.2	10.3	10.9	13.9	3.0	6.7	11.4	14.0
당기순이익	18	31	51	-440	80	145	144	147	16	-340	515	641
YoY (%)	20	38	597	적유	354	369	179	흑전	-87.3	적전	흑전	24.4
순이익률(%)	2.5	4.2	6.6	-51.9	9.2	15.3	13.1	13.1	0.7	-11.1	12.7	12.5

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분	비고	
포털 비즈니스 적정가치	2,563	
12 개월 선행 매출액	554	
12 개월 선행 순이익	139	순이익률 25% 가정
Target PER(배)	18.5	글로벌 포털 평균 PER에 10% 할인
톡비즈니스 적정가치	18,535	
12 개월 선행 매출액	1,287	
12 개월 선행 순이익	514.87	순이익률 40% 가정
Target PER(배)	36.0	페이스북, 텐센트 평균 PER에 10% 할증 적용
게임즈 지분가치	1,084	50% 할인 적용
지분율	62%	
페이지 지분가치	2,675	
기업가치	4,200	12m 선행 거래액에 배수 7 배 적용
지분율	64%	
모빌리티 지분가치	1,109	
기업가치	1,600	최근 투자 유치 금액
지분율	69%	
재팬(픽코마) 지분가치	3,374	
기업가치	3,640	12m 선행 거래액에 배수 7 배 적용
지분율	93%	
뱅크 지분가치	1,836	
기업가치	5,400	자본금에 PBR 3 배 적용
지분율	34%	
페이 지분가치	4,568	
기업가치	7,500	MAU 2500 만명에 MAU 당 가치 적용
지분율	61%	
카카오 M 지분가치	1,329	
기업가치	1,700	최근 투자 유치 금액
지분율	78%	
순현금	420	
적정 기업가치	37,493	
발행 주식 수(천 주)	83,484	
적정 주가(원)	449,109	
목표 주가(원)	450,000	
현재 주가(원)	363,000	
상승 여력	24.0%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,972	2,417	3,070	4,045	5,136	유동자산	1,993	2,859	2,830	3,418	4,105
매출총이익	1,972	2,417	3,070	4,045	5,136	현금성자산	1,699	2,201	2,198	2,586	3,123
영업이익	165	73	207	463	717	매출채권	179	389	386	523	649
EBITDA	295	208	426	667	896	재고자산	22	36	49	57	70
순이자순익	6	33	20	32	41	비유동자산	4,356	5,101	5,908	6,383	6,560
외화관련손익	-13	22	13	15	15	투자자산	396	1,226	2,009	2,265	2,357
지분법손익	13	21	1	51	80	유형자산	271	315	350	408	501
세전계속사업손익	153	131	-234	725	878	무형자산	3,690	3,865	3,548	3,710	3,702
당기순이익	125	16	-342	515	641	자산총계	6,349	7,960	8,737	9,801	10,665
지배주주순이익	109	48	-301	508	641	유동부채	1,041	2,039	2,433	2,150	2,373
증가율(%)						매입채무	280	461	576	739	917
매출액	34.7	22.5	27.0	31.8	27.0	유동성이자부채	177	623	535	322	322
영업이익	42.4	-55.9	183.5	123.7	55.0	비유동부채	846	293	564	641	653
EBITDA	28.4	-29.5	104.6	56.7	34.3	비유동이자부채	621	45	245	290	290
순이익	91.1	-87.3	적전	흑전	24.4	부채총계	1,887	2,332	2,997	2,791	3,026
이익률(%)						자본금	34	42	43	44	44
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	자본잉여금	3,604	4,648	5,043	5,631	5,631
영업이익률	8.4	3.0	6.7	11.4	14.0	이익잉여금	403	453	148	669	1,298
EBITDA 이익률	15.0	8.6	13.9	16.5	17.4	자본조정	-11	-6	-9	-30	-30
세전이익률	7.8	5.4	-7.6	17.9	17.1	자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
순이익률	6.3	0.7	-11.1	12.7	12.5	자본총계	4,463	5,627	5,740	7,009	7,639
현금흐름표						주요지표					
(단위: 십억 원)						(단위: 원, 배)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	372	491	753	-87	824	주당지표					
당기순이익	153	131	-234	516	641	EPS	1,606	618	-3,544	5,830	7,301
자산상각비	130	135	219	204	179	BPS	59,332	61,602	60,609	71,913	79,083
운전자본증감	48	329	371	-23	72	DPS	148	127	130	130	130
매출채권 감소(증가)	-2	-1	39	-118	-126	CFPS	4,642	3,596	5,420	-735	8,563
재고자산 감소(증가)	1	-9	-19	-11	-14	ROA(%)	1.8	0.7	-3.6	5.5	6.3
매입채무 증가(감소)	3	154	100	91	178	ROE(%)	2.9	1.0	-5.8	8.8	9.7
투자현금흐름	-355	-1,261	-414	-793	-307	ROIC(%)	3.9	0.3	4.7	10.3	15.0
유형자산처분(취득)	-72	-85	-99	-135	-207	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-28	-45	-55	-45	-57	PER	85.3	166.7	-43.3	62.3	49.7
투자자산 감소(증가)	-201	-865	304	-524	-32	PBR	2.3	1.7	2.5	5.0	4.6
재무현금흐름	468	891	322	764	-11	PSR	4.7	3.3	4.2	7.8	6.2
차입금의 증가(감소)	-188	-139	88	216	0	PCR	29.5	28.6	28.3	-493.7	42.4
자본의 증가(감소)	-20	1,036	290	548	-11	EV/EBITDA	28.5	33.9	27.8	45.1	33.0
배당금의 지급	-16	-13	-10	-11	-11	배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
총현금흐름	314	279	460	-64	752	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-306	-188	-509	271	-72	부채비율	42.3	41.4	52.2	39.8	39.6
(-)설비투자	75	97	106	138	207	Net debt/Equity	-20.2	-27.2	-24.7	-28.2	-32.9
(+)자산매각	-25	-33	-48	-41	-57	Net debt/EBITDA	-305.4	-737.1	-333.4	-296.0	-280.3
Free Cash Flow	520	336	815	-514	561	유동비율	191.5	140.2	116.3	158.9	173.0
(-)기타투자	311	123	702	-158	12	이자보상배율(배)	14.7	7.8	16.1	N/A	N/A
잉여현금	209	213	113	-356	549	자산구조(%)					
NOPLAT	135	9	150	329	523	투하자본	60.7	50.2	41.0	41.8	39.1
(+) Dep	130	135	219	204	179	현금+투자자산	39.3	49.8	59.0	58.2	60.9
(-)운전자본투자	-306	-188	-509	271	-72	자본구조(%)					
(-)Capex	75	97	106	138	207	차입금	15.2	10.6	12.0	8.0	7.4
OpFCF	495	235	771	124	568	자기자본	84.8	89.4	88.0	92.0	92.6

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

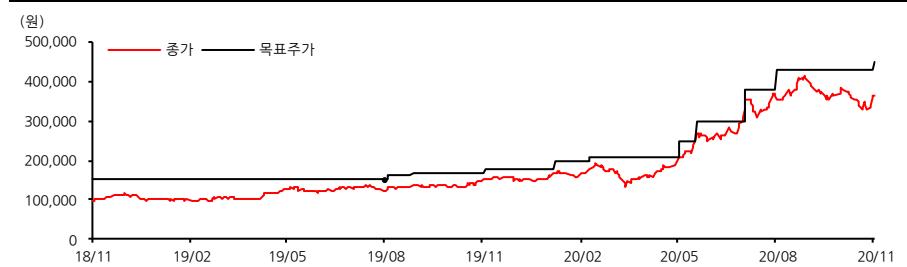
(공표일: 2020년 11월 06일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

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

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2018.11.09 Buy 150,000	2018.11.27 Buy 150,000	2019.01.21 Buy 150,000	2019.02.15 Buy 150,000	2019.03.08 Buy 150,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.03.19 Buy 150,000	2019.05.03 Buy 150,000	2019.05.10 Buy 150,000	2019.08.09 Buy 160,000	2019.09.02 Buy 165,000	2019.10.11 Buy 165,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.10.24 Buy 165,000	2019.11.08 Buy 180,000	2019.11.11 Buy 180,000	2020.01.13 Buy 200,000	2020.02.14 Buy 210,000	2020.03.10 Buy 210,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.03.30 Buy 210,000	2020.05.08 Buy 250,000	2020.05.25 Buy 300,000	2020.07.09 Buy 380,000	2020.08.05 Buy 380,000	2020.08.07 Buy 430,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.09.16 Buy 430,000	2020.09.24 Buy 430,000	2020.10.07 Buy 430,000	2020.11.06 Buy 450,000		

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			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	-19.46	-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	-14.25	-4.19
2020.11.06	Buy	450,000		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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%