

높은 성장과 수익성 개선의 콜라보

● 투자포인트

- ① 2020년에도 30% 이상의 매출 성장 기록하며 고성장 기조 유지될 전망
- ② 19년 출시한 톡비즈보드 호조 속에 시장 성장률 대비 높은 광고부문 성장세 유지
- ③ 카카오페이, 카카오뱅크, 카카오페이지 등 다양한 자회사의 IPO 추진으로 자회사 가치 부각
- ④ 높은 매출 성장과 함께 수익성 개선도 동시에 이루어지면서 높은 베이온이 합리화될 전망

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 톡비즈: 광고부문에서 비즈보드 광고 호조속에 샵탭을 통한 광고 인벤토리 확장효과. 커머스 부문에서는 선물하기, 쇼핑하기, 쇼핑라이브, 메이커스 등 다양한 카테고리 통한 외형성장세 유지
- ② 신사업: 모빌리티 부문에서 대리운전 안정적 성장세 유지되는 가운데 코로나19로 카카오 T블루 수요 증가. 카카오페이 GMV는 올해 70조원에 근접하며 상장 앞두고 기업가치 상승 중
- ③ 콘텐츠: 카카오재팬의 픽코마 거래대금 급증하는 가운데 오리지널 IP의 영상화, 일본 이외의 해외진출 통해 외형성장 및 수익성 개선 기조 유지
- ④ 투자의견 매수, 목표주가 480,000만원 제시하며 커버리지 개시. 광고, 커머스 등 기존사업 호조 속에 페이, 뱅크, 페이지 등 주요 자회사 IPO를 통해 카카오 기업가치 제고 전망

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	442 억원	주가(20/11/27)	374,000 원			
발행주식수	8,828 만주	KOSPI	2625.91 pt			
자사주	249 만주	52주 Beta	0.75			
액면가	500 원	52주 최고가	412,000 원			
시가총액	330,166 억원	52주 최저가	134,000 원			
주요주주		외국인지분율	32.40%			
김범수(외20)	28.04%	배당수익률	0.00%	주가상승률	1개월	13.5%
국민연금공단	7.89%			6개월	38.5%	7.1%
				12개월	137.5%	91.8%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	19,723	24,170	30,701	41,083	54,772	68,037
yoY	%	34.7	22.6	27.0	33.8	33.3	24.2
영업이익	억원	1,654	729	2,068	4,407	8,409	12,535
yoY	%	42.4	-55.9	183.5	113.1	90.8	49.1
EBITDA	억원	2,952	2,080	4,256	6,915	11,645	15,121
세전이익	억원	1,533	1,307	-2,343	5,591	9,713	13,967
순이익(지배주주)	억원	1,086	479	-3,010	4,027	7,034	10,138
영업이익률%	%	8.4	3.0	6.7	10.7	15.4	18.4
EBITDA%	%	15.0	8.6	13.9	16.8	21.3	22.2
순이익률	%	6.3	0.7	-11.1	9.9	12.9	15.0
EPS	원	1,601	613	-3,578	4,575	7,991	11,517
PER	배	85.6	168.0	N/A	81.7	46.8	32.5
PBR	배	2.3	1.7	2.5	5.1	4.6	4.0
EV/EBITDA	배	30.1	36.3	29.1	45.0	25.6	18.6
ROE	%	2.9	1.0	-5.8	6.9	10.4	13.2
순차입금	십억원	-9,016	-15,329	-14,188	-31,033	-45,921	-63,298
부채비율	%	42.3	41.5	52.2	53.4	61.3	66.8

▪ 고성장과 수익성 회복의 2021년

- 4Q20 실적은 매출액 1조 1,186억원(40.0% yoy), 영업이익 1,345억원(69.0% yoy, OPM: 11.3%) 전망
- 비즈보드, 샵탭 등 톡비즈의 높은 성장세가 카카오 전체 매출 성장을 견인
- 페이, 모빌리티 등 신사업 부문에서 수익성 개선으로 영업이익률도 전년동기 대비 1.9%p 상승하며 확연한 수익성개선 기조유지
- 신사업이 본궤도에 오르고 광고, 커머스 등 주요 사업부문의 수익성 개선 기조가 이어지며 2021년 매출액과 영업이익은 각각 33.3%, 90.8% 증가 예상

(단위: 십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	706.3	733.0	783.2	847.6	868.4	952.9	1,100.4	1,186.6	3,070.1	4,108.3	5,477.2
플랫폼부문	313.1	326.8	350.7	444.1	441.8	492.7	554.4	730.9	1,434.7	2,219.8	3,337.9
톡비즈	126.9	138.9	162.4	221.6	224.7	248.4	284.4	399.1	649.8	1,156.6	1,828.5
포털비즈	126.4	136.9	126.1	134.2	116.6	117.5	121.2	130.6	523.6	485.8	495.2
신사업	59.8	51.0	62.3	88.3	100.5	126.8	148.8	201.3	261.3	577.4	1,014.2
콘텐츠부문	393.2	406.2	432.4	403.5	426.6	460.2	546.0	455.7	1,635.4	1,888.5	2,139.2
게임 콘텐츠	94.0	98.4	99.0	105.9	96.8	107.5	150.4	128.5	397.4	483.2	537.6
뮤직 콘텐츠	137.2	144.6	151.5	153.3	150.7	151.0	155.7	161.6	586.6	619.1	654.9
유료 콘텐츠	74.6	81.5	91.9	49.2	97.0	119.0	148.4	66.8	297.2	431.2	583.0
IP비즈니스 기타	87.3	81.7	90.1	95.1	81.9	82.7	91.5	98.8	354.1	355.0	363.7
영업비용	678.6	692.6	724.1	768.0	780.2	855.1	980.2	1,052.1	2,863.3	3,667.6	4,636.3
영업이익	27.7	40.5	59.1	79.6	88.2	97.8	120.2	134.5	206.8	440.7	840.9
영업이익률	3.9%	5.5%	7.5%	9.4%	10.2%	10.3%	10.9%	11.3%	6.7%	10.7%	15.4%

▪ **Sum Of The Parts**를 이용해 목표주가 480,000원 제시

- 카카오톡과 포털은 21년 예상순이익에 Target PER 40배, 20배 적용
- 카카오페이지와 카카오재팬은 국내 디지털 콘텐츠 플랫폼 평균 PSR 5.1배 적용
- 카카오뱅크, 카카오M, 카카오모빌리티는 유상증자 시 인정받은 가치 준용
- 카카오페이는 페이코 투자유치 당시 거래대금 멀티플 적용
- 목표주가는 2021년 예상 EPS 대비 60.1배 수준로 높은 편이나 2022년 기준으로는 41.7배

카카오 목표주가 산정

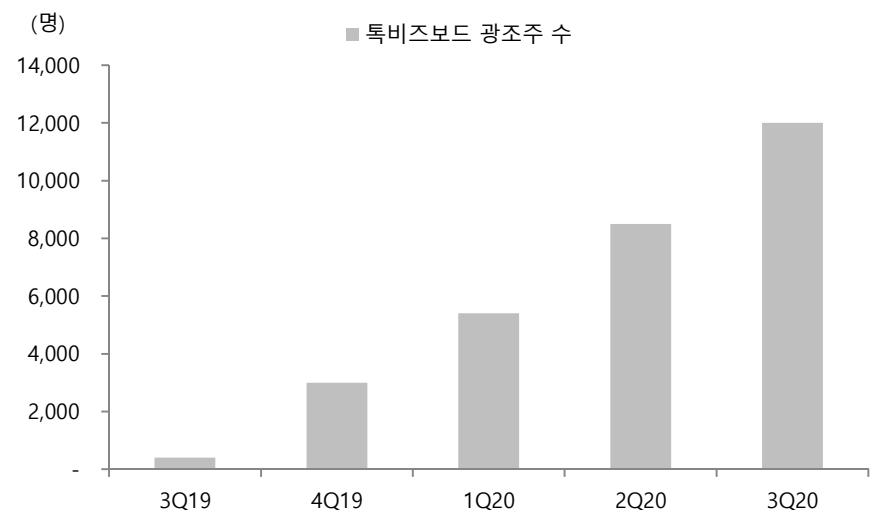
(단위: 조원, 배, 원)

포털	실적	멀티플	지분율	적정가치	비고
카카오톡	0.457	40	100.0%	18.3	21년 순이익 x Target PSR
포털	0.149	20	100.0%	3.0	21년 순이익 x Target PER
카카오페이지	0.83	5.1	63.5%	2.7	통합거래액 x Target PSR
카카오뱅크	9.3		32.6%	3.0	유상증자 시 기업가치 x 지분율
카카오M	1.6		78.2%	1.3	유상증자 시 기업가치 x 지분율
카카오게임즈	3.61		46.1%	1.7	시가총액 x 지분율
카카오페이	80.3	0.15	56.1%	6.8	페이코 투자유치 당시 거래대금 대비 멀티플
카카오재팬	0.63	5.1	100.0%	3.2	21년 매출액 x Target PSR
카카오모빌리티	1.6		59.3%	1.0	유상증자 시 기업가치 x 지분율
합산				40.8	
주식수(천주)				85,356	
적정주가				478,228	

■ 톡비즈: 광고

- 2019년 출시한 톡비즈보드 광고는 3Q20 기준 광고주 12,000만명 이상 확보하며 외형성장 진행 중
 - 모바일 버전의 카카오톡에 최상단과 모바일 다음 메인, 다음웹툰, 카카오페이지 등에 노출
 - 카카오톡 기반 광고매출은 연내 일매출 10억원 돌파 전망
- 샵탭을 통한 광고 인벤토리 확대
 - QR코드 체크인 기능 추가 이후 신규 이용자 급증. 카카오TV도 샵탭에 런칭. 뉴스, FUN 등 지면마다 광고 유치로 높은 성장잠재력 보유

3Q20 톡비즈보드 광고주 수 12,000만명 확보



자료: 카카오

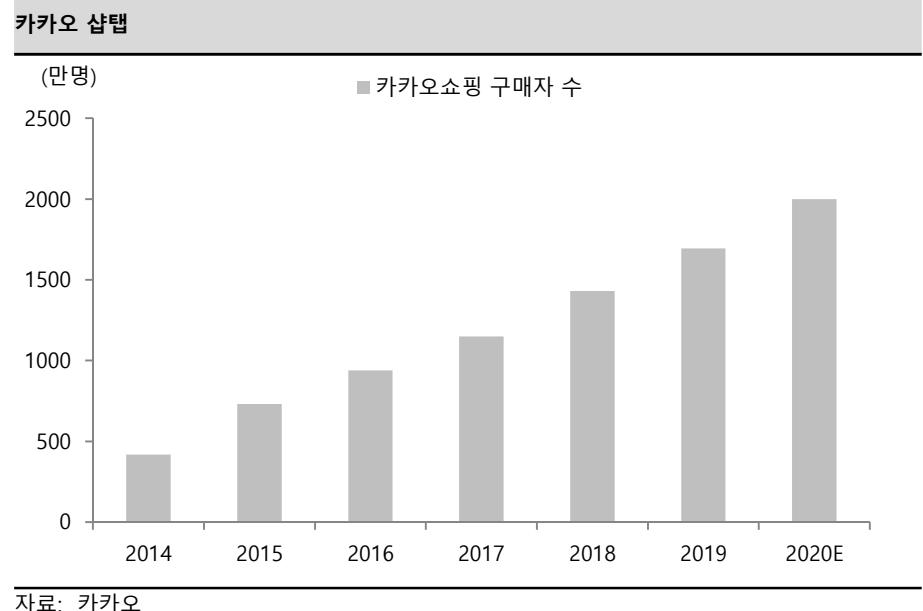
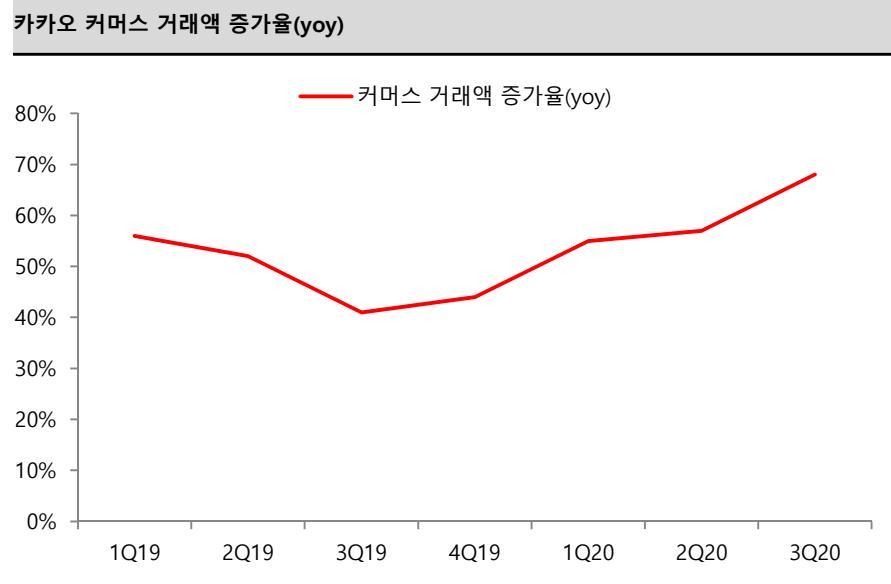
카카오 샵탭



자료: 카카오

■ 톡비즈: 커머스

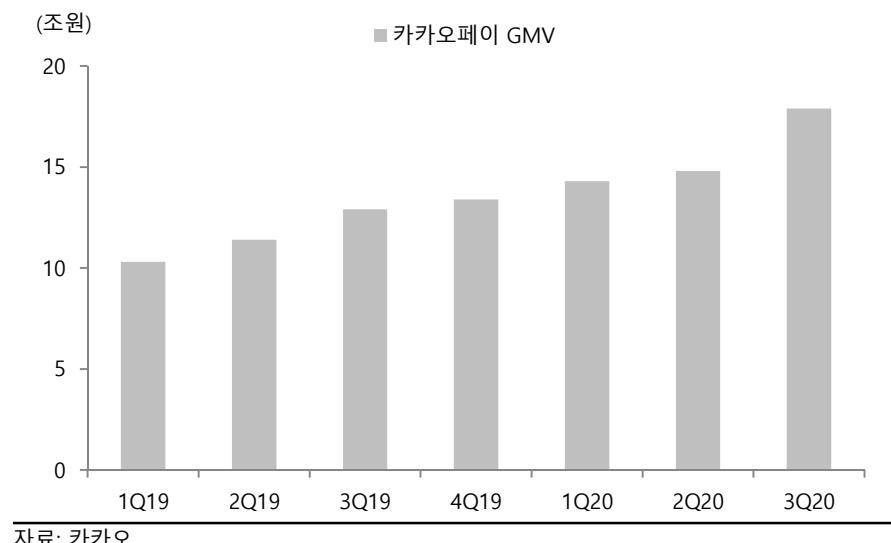
- 카카오쇼핑 회원은 올해 4,000만명 달성 전망. 구매자수는 2,000만명 달성 전망
- 선물하기 2천만명, 쇼핑하기 275만명, 쇼핑라이브 113만명, 메이커스 216만명 등 서비스별 친구 꾸준하게 증가
- 3Q20 기준 커머스 거래액은 68%(yoY) 증가했으며, 올해 일 최고 거래액도 29억원 달성
- 코로나19 영향에 따른 이커머스 시장 확대에 따른 수혜
- 판매물품의 고가화에 따라 이익률 개선 기대



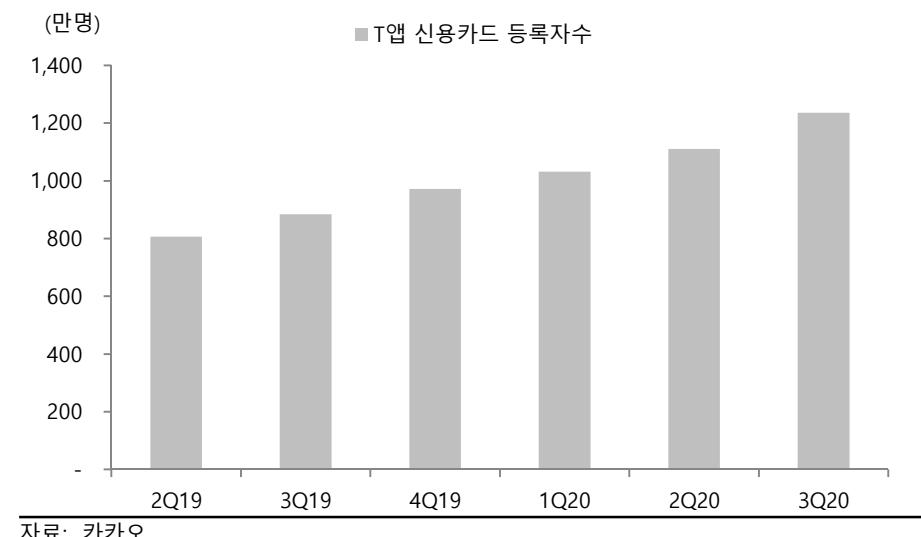
■ 신사업: 페이 & 모빌리티

- 카카오페이 3Q20 GMV는 17.9조원(38.8% yoy) 달성. 올해 70조원에 근접할 전망
- 카카오페이 가입자 수는 3,500만명. 생체인식 기술 등 금융기술 리더십과 금융자회사를 통한 다양한 콘텐츠 제공으로 사업확장 성. 주관사 선정 후 IPO 준비 중
- 카카오 대리가 양호한 성과를 보이고 있는 가운데 가맹택시인 카카오T블루 택시수가 1.3만대까지 확대
- 코로나19 영향으로 프리미엄 택시에 대한 수요 증가
→ 카카오T앱 내 이용자의 프리미엄 택시 수요 전년 동기 대비 3배 이상 증가

카카오페이 GMV



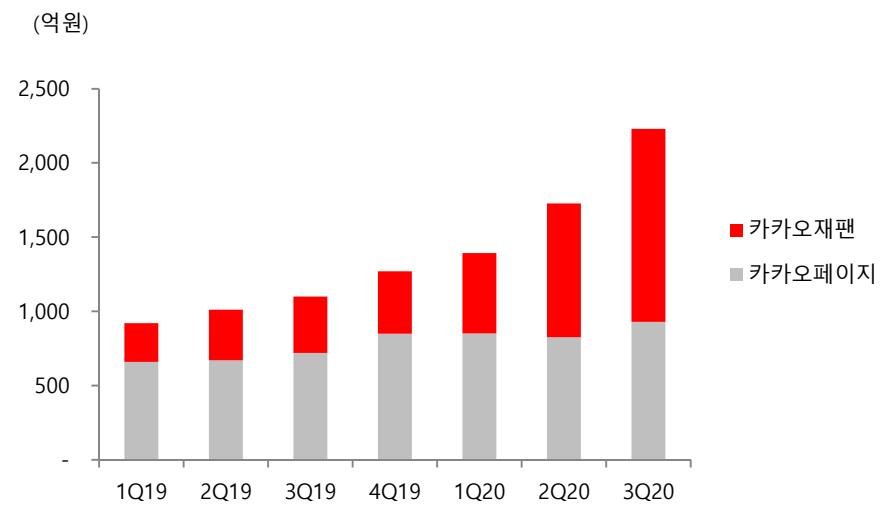
카카오 T앱 신용카드 등록자 수 추이



■ 유료콘텐츠: 카카오페이지, 픽코마

- 오리지널 IP 7,000개 이상 보유하고 있어 다양한 IP 확장성 보류. IP 홀더로서의 가치에 주목
- 카카오페이지 통합거래액(카카오 플랫폼 거래액 + IP 유통 거래액)은 1,487억원으로 2020년 5,000억원 달성 전망
- 픽코마는 일본에서 1위 플랫폼으로 성장. 3분기말 기준 거래액은 1,300억원으로 카카오페이지 거래액 초과
- 2020년과 2021년 매출액은 각각 3,301억원, 4,085억원으로 전망. 21년 영업이익률 18.4% 전망
- 주관사 선정 이후 IPO 준비 중. 2021년 카카오페이지 예상 거래액은 8,253억원으로 적정가치는 4.2조원으로 평가

카카오재팬 거래금액 급증



카카오페이지 실적 전망

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	118,424	187,578	257,062	330,867	408,533
플랫폼사업관련수익	110,907	168,878	220,060	283,157	351,084
광고수익	3,999	10,111	23,692	30,147	36,131
기타수익	3,518	8,588	13,310	17,563	21,318
영업비용	115,107	174,940	226,497	276,815	333,428
영업이익	3,317	12,638	30,565	54,052	75,105
영업이익률	2.8%	6.7%	11.9%	16.3%	18.4%

자료: 카카오, SK증권

카카오 (035720/KS | 매수(신규편입) | T.P 480,000원(신규편입))

기업분석

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	28,590	28,297	47,456	65,419	85,946
현금및현금성자산	12,470	19,182	21,190	36,077	53,454
매출채권및기타채권	3,891	3,858	5,402	7,281	9,206
재고자산	358	495	692	933	1,180
비유동자산	51,006	59,076	67,429	67,281	68,588
장기금융자산	4,874	6,159	8,925	8,925	8,925
유형자산	3,148	3,498	3,479	2,065	1,226
무형자산	38,653	35,484	37,522	35,982	34,516
자산총계	79,595	87,373	114,886	132,700	154,533
유동부채	20,392	24,333	31,064	40,313	49,782
단기금융부채	6,234	5,350	4,487	4,487	4,487
매입채무 및 기타채무	4,608	5,756	8,058	10,862	13,734
단기충당부채	275	711	995	1,341	1,695
비유동부채	2,932	5,638	8,917	10,127	12,116
장기금융부채	450	2,446	3,097	3,097	3,097
장기매입채무 및 기타채무	4	328	710	1,091	1,472
장기충당부채	479	592	770	986	1,208
부채총계	23,324	29,971	39,981	50,439	61,898
지배주주지분	51,369	52,254	64,306	71,546	81,804
자본금	417	432	442	442	442
자본잉여금	46,475	50,432	58,439	58,439	58,439
기타자본구성요소	15	72	-193	-193	-193
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	4,534	1,482	5,634	12,497	22,377
비지배주주지분	4,903	5,148	10,598	10,715	10,831
자본총계	56,272	57,401	74,904	82,261	92,635
부채와자본총계	79,595	87,373	114,886	132,700	154,533

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	24,170	30,701	41,083	54,772	68,037
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,170	30,701	41,083	54,772	68,037
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	23,440	28,633	36,676	46,363	55,502
영업이익	729	2,068	4,407	8,409	12,535
영업이익률 (%)	3.0	6.7	10.7	15.4	18.4
비영업순익	577	-4,410	1,185	1,304	1,432
순금융비용	-324	-189	-143	-262	-390
외환관련손익	224	132	27	27	27
관계기업투자등 관련손익	206	12	-150	-150	-150
세전계속사업이익	1,307	-2,343	5,591	9,713	13,967
세전계속사업이익률 (%)	5.4	-7.6	13.6	17.7	20.5
계속사업법인세	1,148	1,077	1,512	2,627	3,777
계속사업이익	159	-3,419	4,079	7,086	10,189
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	159	-3,419	4,079	7,086	10,189
순이익률 (%)	0.7	-11.1	9.9	12.9	15.0
지배주주지분	479	-3,010	4,027	7,034	10,138
지배주주	479	-3,010	4,027	7,034	10,138
지배주주귀속 순이익률(%)	1.98	-9.8	9.8	12.84	14.9
비지배주주	-320	-409	52	52	52
총포괄이익	242	-3,461	4,521	7,528	10,632
지배주주	593	-3,043	4,405	7,411	10,515
비지배주주	-351	-418	116	116	116
EBITDA	2,080	4,256	6,915	11,645	15,121

카카오 (035720/KS | 매수(신규편입) | T.P 480,000원(신규편입))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	5,339	5,384	6,689	14,948	17,395	성장성 (%)					
당기순이익(순실)	1,307	-2,343	5,494	7,086	10,189	매출액	22.6	27.0	33.8	33.3	24.2
비현금성항목등	1,480	6,946	2,439	4,559	4,932	영업이익	-55.9	183.5	113.1	90.8	49.1
유형자산감가상각비	677	1,391	1,691	1,414	839	세전계속사업이익	-14.8	적전	흑전	73.7	43.8
무형자산상각비	674	797	817	1,822	1,747	EBITDA	-29.6	104.6	62.5	68.4	29.9
기타	522	5,013	1,348	-1,164	-1,164	EPS(계속사업)	-61.7	적전	흑전	74.7	44.1
운전자본감소(증가)	3,965	1,887	201	5,723	5,845	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	392	-2,454	-1,880	-1,925	ROE	1.0	-5.8	6.9	10.4	13.2
재고자산감소(증가)	-90	-192	-205	-241	-247	ROA	0.2	-4.1	4.0	5.7	7.1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,544	1,005	1,439	2,804	2,871	EBITDA마진	8.6	13.9	16.8	21.3	22.2
기타	2,526	682	1,421	5,040	5,145	안정성 (%)					
법인세납부	-1,413	-1,106	-1,445	-2,420	-3,571	유동비율	140.2	116.3	152.8	162.3	172.6
투자활동현금흐름	-12,884	-4,112	-14,165	-148	-20	부채비율	41.5	52.2	53.4	61.3	66.8
금융자산감소(증가)	-9,091	2,539	-10,559	0	0	순차입금/자기자본	-27.2	-24.7	-41.4	-55.8	-68.3
유형자산감소(증가)	-853	-993	-1,347	0	0	EBITDA/이자비용(배)	22.2	33.2	56.6	95.3	123.8
무형자산감소(증가)	-454	-553	-281	-281	-281	주당지표 (원)					
기타	-2,487	-5,105	-1,978	133	261	EPS(계속사업)	613	-3,578	4,575	7,991	11,517
재무활동현금흐름	6,633	3,983	9,336	88	2	BPS	61,602	60,603	72,844	81,045	92,664
단기금융부채증가(감소)	-1,426	1,965	1,053	0	0	CFPS	2,342	-977	7,425	11,668	14,456
장기금융부채증가(감소)	32	-1,081	-333	0	0	주당 현금배당금	127	127	200	300	500
자본의증가(감소)	10,546	3,310	616	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-135	-103	-104	-172	-257	PER(최고)	260.1	N/A	90.1	51.6	35.8
기타	-2,385	-109	8,104	259	259	PER(최저)	142.9	N/A	29.3	16.8	11.6
현금의 증가(감소)	1,302	6,712	1,904	14,887	17,377	PBR(최고)	2.6	2.6	5.7	5.1	4.5
기초현금	11,168	12,470	19,182	21,086	35,973	PBR(최저)	1.4	1.6	1.8	1.7	1.5
기밀현금	12,470	19,182	21,086	35,973	53,350	PCR	44.0	-157.1	50.4	32.1	25.9
FCF	1,918	6,369	8,342	14,171	16,653	EV/EBITDA(최고)	47.6	29.9	49.7	28.3	20.8
자료 : 카카오, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	30.2	16.7	14.1	7.2	4.5