Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

카카오 (035720KS | Buy 유지 | TP 220,000원 유지)

카카오페이의 거침없는 질주

동사의 주요 자회사인 카카오페이는 올해 금융수익이 확대되는 가운데 오픈뱅킹 도입으로 펌뱅킹 수수료가 감소하면서 흑자전환에 성공할 것으로 예상됩니다. 한편 카카오페이증권의 성장잠재력은 시장기대치 이상으로 판단되며 올해 하반기 전금법 개정 이후 간편결제 서비스의 직불결제 및 후불결제가 활성화되면서 카카오페이의 기업가치는 지속적으로 증가할 전망입니다.

올해 카카오페이 연간 GMV 71조원 예상

- 카카오페이의 올해 GMV 71조원(+46% YoY) 기록하며 견조한 성장세 지속될 전망. 누적가입자수는 3,000만명, MAU 2,000만명 상회하며 이용자 수는 꾸준한 증가 추세. 청구서, 배송, 환전, 간편보험 등 각종 제휴 서비스가 증가하면서 유저기반 및 사업영역 확대. 2H20 전자금융거래법 개정으로 향후 간편결제 서비스의 직불결제 및 후불결제가 활성화될 경우 카카오페이 거래액의 성장폭도 확대될 전망.

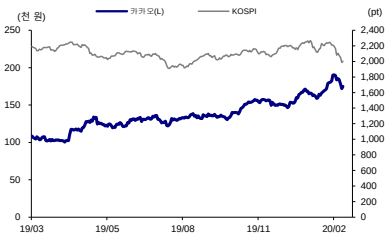
카카오페이증권의 성장잠재력

- 지난달 출범한 카카오페이증권은 현재 증권계좌 연동 및 소액 투자가 가능한 펀드상품 판매를 시작한 상태. 향후 빅데이터와 AI기반의 투자자문 솔루션, 자문형 자산배분, 로보어드바이저 기반의 비대면 자산관리 서비스를 제공할 것으로 예상. 수수료 없는 주식 중개 서비스를 제공하는 미국의 유니콘 로빈후드의 기업가치가 빠르게 증가하고 있다는 점을 감안할 때 카카오페이증권의 성장잠재력은 시장기대치 이상으로 판단됨. 로빈후드는 수수료를 무료화함으로써 유저기반을 빠르게 확대한 이후 부분 유료화 모델인 골드 서비스(해외 주식거래, 신용거래 등)를 통해 수익 창출.

카카오페이의 적정 기업가치 4조원 추정

- 카카오페이는 올해 금융수익 확대와 오픈뱅킹을 통한 펌뱅킹 수수료 감소로 BEP 달성할 전망. 작년 토스에 적용된 EV/GMV 멀티플(약 0.06배) 적용하면 카카오페이의 적정 기업가치는 약 4조원으로 추정. 한편 2H20 전금법 개정 이후에는 국내 1호 종합지급결제업자로 선정될 가능성 높다고 판단. 간편결제 서비스의 직불결제 및 후불결제 활성화로 인한 GMV 성장폭 확대와 금융서비스 본격화로 카카오페이의 기업가치는 지속적으로 증가할 전망.

Stock Data



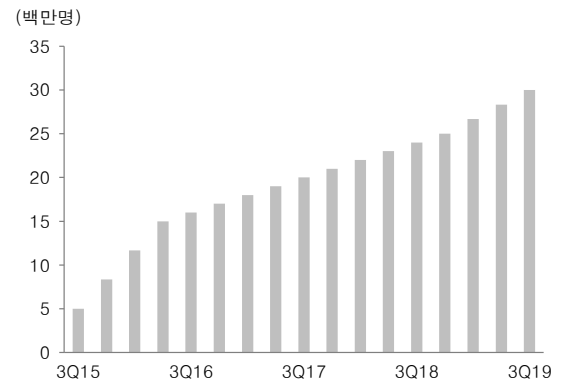
주가(3/2)	175,000원
액면가	500원
시가총액	15,145십억원
52주 최고/최저가	190,500원/ 100,500원

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.1	11.8	27.7
상대주가(%)	16.5	16.8	25.6

경영실적 전망

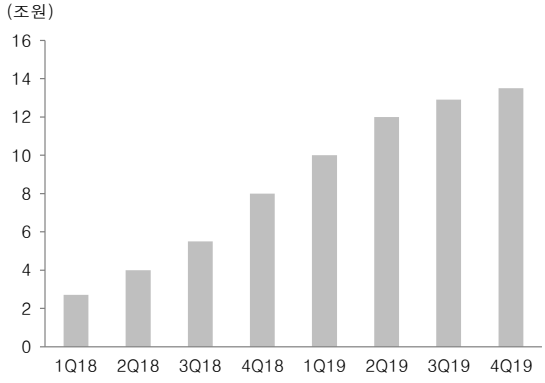
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019P	2020E	2021E
매출액	(십억원)	1,972	2,417	3,090	3,662	4,363
영업이익	(십억원)	165	73	207	429	540
영업이익률	(%)	8.4	3.0	6.7	11.7	12.4
지배주주순이익	(십억원)	109	48	-305	310	395
EPS	(원)	1,602	613	-3,629	3,580	4,569
증감률	(%)	83.4	-61.7	-691.9	-198.7	27.6
PER	(배)	85.5	168.0	-42.3	42.9	33.6
PBR	(배)	2.3	1.7	2.7	2.6	2.4
ROE	(%)	3.1	0.3	-6.4	5.6	6.8
EV/EBITDA	(배)	29.9	35.3	39.7	22.1	17.3
순차입금	(십억원)	-902	-1,737	-1,508	-1,945	-2,511
부채비율	(%)	42.3	41.4	49.2	53.3	56.8

그림1 카카오페이 누적 가입자수 추이



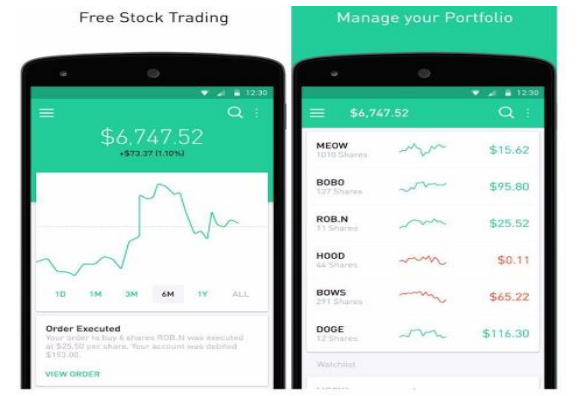
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림2 카카오페이 분기별 GMV 추이



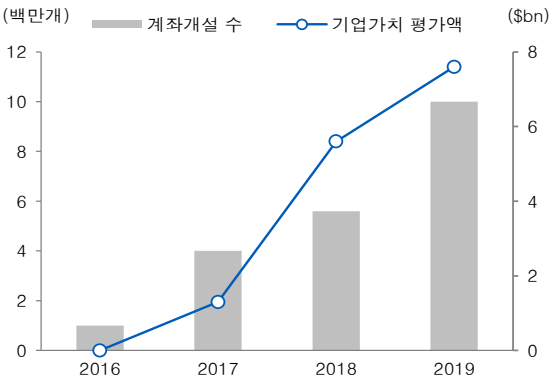
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림3 로빈후드의 무료 주식 중개 서비스



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림4 로빈후드 계좌개설 수 & 기업가치 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

표1 종합지급결제업의 주요 서비스

주요 서비스	내용
계좌 발급/관리	은행 제휴없이 독립적으로 계좌 발급 및 관리
자금이체	입출금 업무를 포함한 송금서비스
결제	계좌이체 방식의 지급결제서비스
금융상품 중개/판매	금융상품의 중개 및 판매 등의 종합자산관리 서비스

자료: 금융위, 케이프투자증권 리서치본부

표2 카카오페이의 기업가치 추정 (단위: 조원, 배)

기업명	기업가치	분기평균 GMV	20년 GMV	EV/GMV
카카오페이	4.0	17.7	70.6	0.06

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3 카카오 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	**706.3**	**733.0**	**783.2**	**867.3**	**852.1**	**887.0**	**922.6**	**1,000.8**	**2,417.0**	**3,089.8**	**3,662.5**
YoY	27.2	24.5	30.7	28.8	20.6	21.0	17.8	15.4	22.5	27.8	18.5
QoQ	4.9	3.8	6.8	10.7	-1.8	4.1	4.0	8.5			
플랫폼	313.1	326.8	350.7	444.0	442.9	481.5	507.6	560.3	1039.3	1434.7	1992.3
톡비즈	126.9	138.9	162.4	221.6	213.9	232.7	252.2	287.6	421.1	649.8	986.4
포털비즈	126.4	136.9	126.1	134.2	130.8	140.8	132.9	145.0	495.4	523.6	549.5
신사업	59.8	51.0	62.3	88.2	98.2	108.0	122.5	127.6	122.7	261.2	456.4
콘텐츠	393.2	406.2	432.4	423.3	409.2	405.5	415.0	440.5	1377.7	1655.1	1670.1
뮤직	137.2	144.6	151.5	153.3	147.7	149.4	155.7	157.8	532.9	586.6	610.6
게임	94.0	98.4	99.0	105.9	94.0	99.2	100.5	105.5	417.0	397.4	399.2
유료콘텐츠	74.6	81.5	91.9	47.8	52.5	56.6	63.5	66.7	218.4	295.8	239.3
IP비즈니스	87.3	81.7	90.1	116.3	115.1	100.2	95.3	110.5	209.5	375.3	421.1
영업비용	678.6	692.6	724.1	787.9	759.2	784.1	803.3	886.6	2,344.0	2,883.2	3,233.2
매출연동비	330.6	341.9	355.0	359.8	358.9	373.4	387.5	417.6	1097.1	1387.3	1537.5
인건비	160.1	159.0	177.4	205.2	176.4	180.8	185.3	209.6	537.0	701.8	752.2
외주/인프라	89.9	84.4	79.1	106.8	98.2	93.7	87.7	100.1	298.2	360.3	379.6
마케팅	32.9	39.9	36.8	41.5	42.1	47.7	47.6	60.3	185.7	151.2	197.7
상각비	50.1	53.4	60.7	56.4	69.3	75.3	81.5	85.1	137.6	220.6	311.2
기타	14.9	13.9	15.0	18.2	14.3	13.2	13.7	13.9	88.5	62.0	55.1
영업이익	**27.7**	**40.5**	**59.1**	**79.4**	**92.8**	**103.0**	**119.3**	**114.1**	**72.9**	**206.6**	**429.2**
YoY	165.9	46.6	92.7	1749.6	235.6	154.5	101.9	43.7	-55.9	183.2	107.7
QoQ	544.4	46.3	46.0	34.4	16.9	10.9	15.9	-4.3			
OPM	3.9	5.5	7.5	9.2	10.9	11.6	12.9	11.4	3.0	6.7	11.7

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,859	2,551	3,073	3,703
현금및현금성자산	1,247	498	643	814
매출채권 및 기타채권	194	248	293	350
재고자산	36	46	54	65
비유동자산	5,101	5,307	5,449	5,616
투자자산	848	1,028	1,138	1,272
유형자산	315	323	330	337
무형자산	3,865	3,884	3,909	3,935
자산총계	7,960	7,858	8,521	9,319
유동부채	2,039	2,240	2,555	2,900
매입채무 및 기타채무	767	980	1,162	1,384
단기차입금	498	410	386	317
유동성장기부채	110	0	0	0
비유동부채	293	351	408	477
사채 및 장기차입금	43	32	30	27
부채총계	2,332	2,591	2,963	3,377
지배기업소유지분	5,137	4,820	5,120	5,507
자본금	42	42	42	42
자본잉여금	4,648	4,648	4,648	4,648
이익잉여금	453	138	438	823
기타자본	-6	-8	-7	-5
비지배지분	490	448	439	435
자본총계	5,627	5,267	5,559	5,942
총차입금	668	464	441	374
순차입금	-1,737	-1,508	-1,945	-2,511

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	2,417	3,090	3,662	4,363
증가율(%)	22.5	27.8	18.5	19.1
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,417	3,090	3,662	4,363
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,344	2,883	3,233	3,822
영업이익	73	207	429	540
영업이익률(%)	3.0	6.7	11.7	12.4
EBITDA	208	306	532	646
EBITDA M%	8.6	9.9	14.5	14.8
영업외손익	58	-439	28	53
지분법관련손익	7	-21	-3	1
금융손익	62	21	38	52
기타영업외손익	-11	-439	-6	0
세전이익	131	-232	457	593
법인세비용	115	115	156	202
당기순이익	16	-347	301	392
지배주주순이익	48	-305	310	395
지배주주순이익률(%)	0.7	-11.2	8.2	9.0
비지배주주순이익	-32	-43	-9	-4
기타포괄이익	8	-2	1	2
총포괄이익	24	-349	302	394
EPS 증가율(%, 지배)	-61.7	-691.9	-198.7	27.6
이자손익	32	37	39	48
총외화관련손익	22	6	-2	4

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	491	83	692	844
영업에서 창출된 현금흐름	493	160	809	996
이자의 수취	36	45	44	54
이자의 지급	-12	-7	-6	-5
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-141	-115	-156	-202
투자활동 현금흐름	-1,261	-618	-513	-595
유동자산의 감소(증가)	-577	-315	-268	-328
투자자산의 감소(증가)	-476	-179	-110	-135
유형자산 감소(증가)	-85	-95	-95	-98
무형자산 감소(증가)	-243	-32	-39	-40
재무활동 현금흐름	891	-215	-33	-78
사채및차입금증가(감소)	-129	-205	-22	-68
자본금및자본잉여금 증감	1,052	0	0	0
배당금 지급	-12	-10	-10	-10
외환환산으로 인한 현금변동	9	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	130	-749	146	171
기초현금	1,117	1,247	498	643
기말현금	1,247	498	643	814
FCF	394	-12	597	746

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	83,388	86,223	86,544	86,544
시가총액(십억원)	8,589	13,234	15,145	15,145
주가(원)	103,000	153,500	175,000	175,000
EPS(원)	613	-3,629	3,580	4,569
BPS(원)	61,614	55,911	59,174	63,645
DPS(원)	127	127	127	127
PER(X)	168.0	-42.3	42.9	33.6
PBR(X)	1.7	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA(X)	35.3	39.7	22.1	17.3
ROE(%)	0.3	-6.4	5.6	6.8
ROA(%)	0.2	-4.4	3.7	4.4
ROIC(%)	0.6	11.3	11.0	15.0
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
부채비율(%)	41.4	49.2	53.3	56.8
순차입금/자기자본(%)	-30.9	-28.6	-35.0	-42.3
유동비율(%)	140.2	113.9	120.3	127.7
이자보상배율(X)	7.8	28.6	74.3	103.9
총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.5
매출채권 회전율	13.0	14.0	13.5	13.6
재고자산 회전율	84.2	75.7	73.2	73.3
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

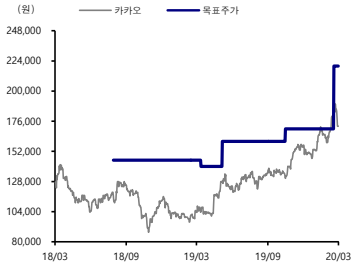
자료: 케이프투자증권

카카오 | 카카오페이의 거침없는 질주

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

카카오(035720) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-02-27	2018-07-30	2018-08-10	2018-10-23	2018-11-09	2019-01-22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000원	145,000원	145,000원	145,000원	145,000원	145,000원
제시일자	2019-03-13	2019-05-07	2019-05-10	2019-06-27	2019-07-16	2019-08-09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	140,000원	160,000원	160,000원	160,000원	160,000원	160,000원
제시일자	2019-09-17	2019-10-01	2019-10-17	2019-10-18	2019-10-29	2020-02-19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000원	160,000원	170,000원	170,000원	170,000원	220,000원
제시일자	2020-02-20	2020-03-03				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	220,000원	220,000원				



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-02-27	Buy	160,000원	-25.80	-11.56
2018-07-30	Buy	145,000원	-25.49	-11.72
2019-03-13	Buy	140,000원	-22.14	-8.57
2019-05-07	Buy	160,000원	-18.63	-13.44
2019-10-17	Buy	170,000원	-8.21	7.06
2020-02-19	Buy	220,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(94.65%) · 매도(0.00%) · 중립(5.35%)	* 기준일 2019.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.