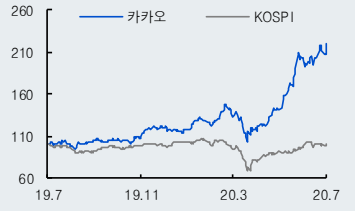
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

인터넷
Company Report
2020.7.3

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 370,000원
현재주가(20/07/02)	285,500원
상승여력	30%

영업이익(20F,십억원)	443
Consensus 영업이익(20F,십억원)	422
EPS 성장률(20F,%)	-
MKT EPS 성장률(20F,%)	24.4
P/E(20F,x)	77.0
MKT P/E(20F,x)	14.5
KOSPI	2,135.37
시가총액(십억원)	25,067
발행주식수(백만주)	88
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	33.7
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	122,000
52주 최고가(원)	285,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	87.2	117.1
상대주가	7.5	90.7	115.8



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권
02-3774-1614
changkwean.kim@miraeasset.com

박정엽
02-3774-1652
jay.park@miraeasset.com

임희석
02-3774-1362
heeseok.lim@miraeasset.com

카카오 (035720)

픽코마 일본 잭팟, 웹툰 가치만 10조 이상 가능

K웹툰의 쾌거, 2분기 일본 거래액 YoY +213% 천억 돌파 추정

창작 K웹툰을 앞세운 카카오재팬의 웹툰서비스 '픽코마'가 2분기 외형 성장 대박을 기록했다. 〈표 2〉의 2020년 연간 픽코마 거래액 예상치 2,140억원에 절반에 가까운 1,060억원(글로벌 시장조사 기업 SensorTower 수치에 근거한 당사 추정치)을 2분기 한 분기에 기록한 것으로 추정된다.

〈그림 1〉과 같이 픽코마앱 6월 월간 다운로드 수가 전년대비 153% 증가해 향후 실적 기대감도 높여주고 있다. 〈그림 2〉처럼 6월부터 일본 모바일앱 도서 카테고리에서 라인망가와 매출 순위 1위 선두 다툼을 하고 있다.

픽코마의 6월 거래액은 전년동월비 242%〈그림 3〉, 2분기 거래액은 전년비 213%, 전분기대비 76%〈그림 4〉 증가한 것으로 추정된다. 픽코마의 콘텐츠 특징은 〈표 1〉과 같이 인기 Top 1~10위 중 9개가 한국 작가의 작품이고, 그 중 8개가 원작 소설이 있다는 점이다.

NAVER의 라인망가도 픽코마 같은 창작 웹툰 서비스를 일본에서 본격적으로 시작한다 밝혔다. 라인망가는 현재 기존 단행본을 스마트폰에서 볼 수 있게 해주는 디지털 플랫폼이다. 장기적으로 양사 간 콘텐츠 경쟁은 유저의 유료화 비율과 객단가가 높고 만화와 애니메이션의 이해도와 애정이 남다른 일본 시장을 급성장 시킬 계기가 될 것으로 보인다.

2분기 시장 기대치 상회 예상

2분기 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 25.3%, 147.5% 증가한 9,190억원과 1,000억원이 예상된다. 시장 컨센서스 영업이익 950억원을 소폭 상회할 전망이다. 비대면 언택트 시장이 급증하며서 광고, 전자상거래 등 전통 비즈니스 모델의 성장과 페이, 뱅크, 모빌리티, 웹툰 등 신규 수익모델의 빠른 시장 확장이 2분기 실적에서 확인될 전망이다.

글로벌 플랫폼의 시작, 웹툰 가치 리레이팅. 목표주가 37만원으로 상향

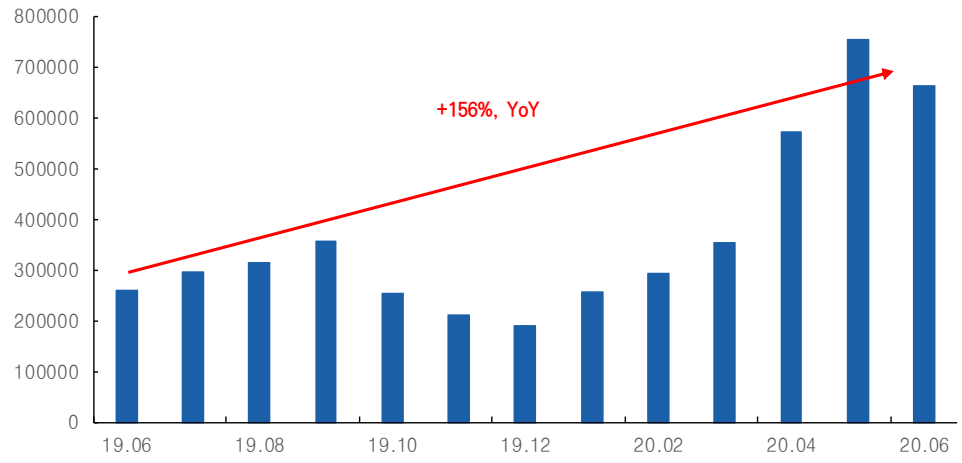
동사의 웹툰 관련 자회사는 카카오페이지(63.5%), 카카오재팬(픽코마 운영, 카카오가 79.5%, 카카오페이지가 19.9% 보유)〈그림 6 참고〉이다. 한국 시장의 안정적 성장, 일본 시장 추가 확대 및 M/S 확보, 기타 글로벌 국가 진출 등의 그림이 가시화된다면 양사(카카오페이지와 카카오재팬) 합산 가치를 10조원대(2022년 거래액 전망치에 PSR 6 수준만 대입해도)까지 볼 수 있는 잠재력이 있다.

카카오페이지는 한국 증시에 카카오재팬은 노무라증권을 주간사로 일본 증시 상장이 예정되어 있다. 이런 두 회사의 IPO 가치 상승으로 인한 카카오의 시장 가치 재평가가 예상된다. 목표주가는 기존 28만원에서 일본 픽코마의 성장 서프라이즈를 감안하여 37만원으로 상향한다. 동사 목표주가는 〈표 4〉와 같이 매출 부문별 SOTP 방식으로 구했다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	1,972	2,417	3,070	3,828	4,687	5,954
영업이익 (십억원)	165	73	207	443	717	952
영업이익률 (%)	8.4	3.0	6.7	11.6	15.3	16.0
순이익 (십억원)	109	48	-301	322	466	625
EPS (원)	1,602	613	-3,585	3,706	5,354	7,183
ROE (%)	2.9	1.0	-5.8	6.0	8.1	9.9
P/E (배)	85.5	168.0	-	77.0	53.3	39.7
P/B (배)	2.3	1.7	2.5	4.5	4.1	3.8
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0

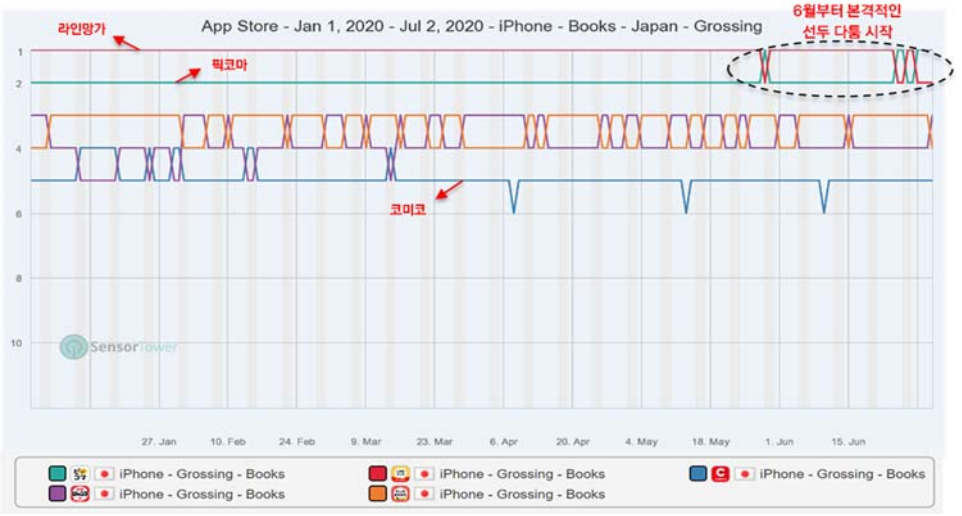
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 픽코마 월간 다운로드 수



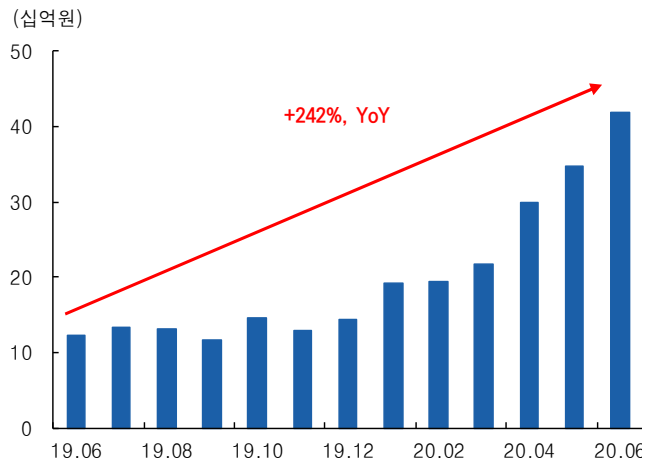
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 일본 모바일 앱 도서 카테고리 내 매출 순위



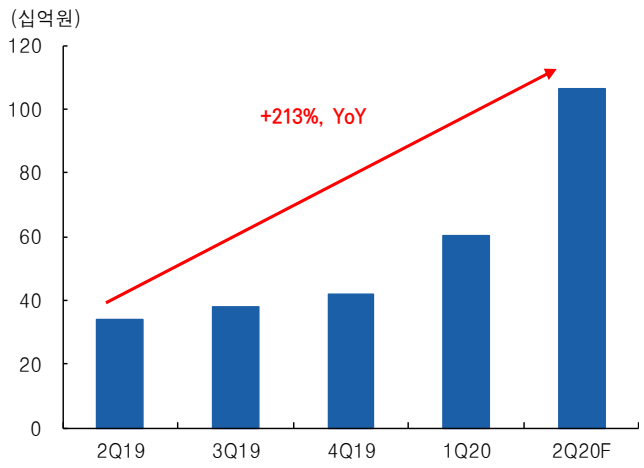
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 픽코마 월 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 4. 픽코마 분기 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

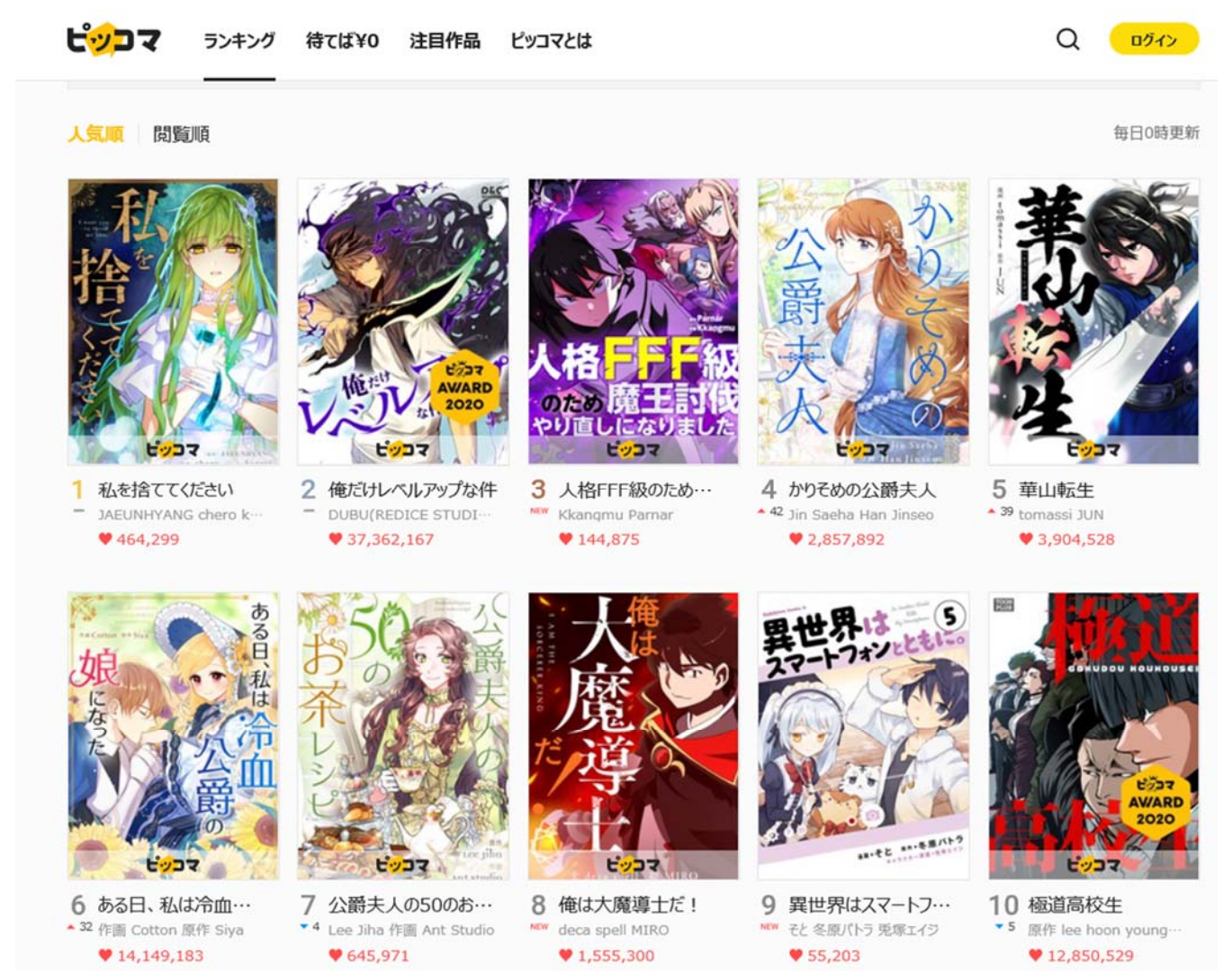
카카오
픽코마 일본 잭팟, 웹툰 가치만 10조 이상 가능

표 1. 픽코마 인기 Top 10 (6월 30일 기준)

순위	작품명	작가(글/그림)	원작 소설 유무
1위	나를 버려주세요	코타비/채로	O
2위	나혼자만 레벨업	추공/장성락	O
3위	FFF급 관심용사	파르나르/깡무	O
4위	빈껍데기 공작부인	진세하/한진서	O
5위	화산전생	정준/토마씨	O
6위	나는 이집 아이	시야/코튼	O
7위	공작부인의 50가지 티 레시피	이지하/앤트스튜디오	O
8위	나는 마도왕이다	데카스펠/미로	O
9위	異世界はスマートフォンとともに。	そと/冬原パトラ /兎塚エイジ	X
10위	보스인스쿨	이훈영/김의권	X

자료: 픽코마, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 픽코마 인기 Top 10



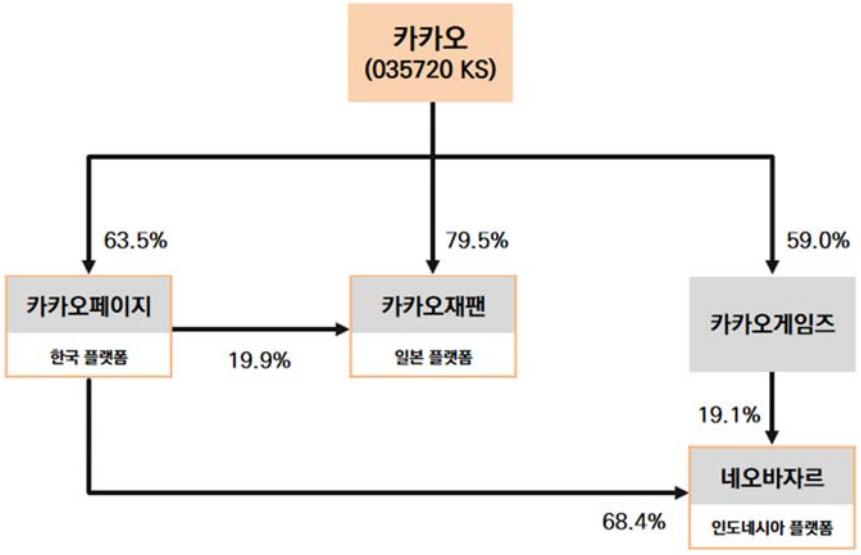
자료: 픽코마, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 카카오페이지 연간 손익 추정 (십억원, 백만명, %, 원)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
카카오페이지 매출액 (다음웹툰, 광고 포함)	118	188	257	299	346
국내 플랫폼	110	168	198	231	270
해외 IP 유통	8	20	28	34	38
광고/기타	10	21	31	34	39
* 픽코마 (불포함)	19	51	125	214	311
카카오페이지 영업이익	3	13	31	41	52
영업이익률 (%)	2.8	6.7	11.9	13.8	15
콘텐츠 거래액 (픽코마 포함)	160	290	429	574	733

주: 연간 매출액과 영업이익을 제외한 모든 수치는 당사의 추정치
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 카카오 웹툰 계열사 지분관계도



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	**706**	**733**	**783**	**848**	**868**	**919**	**966**	**1,074**	**3,070**	**3,828**	**4,687**
플랫폼부문	313	327	351	444	442	478	499	569	1,435	1,988	2,594
톡비즈	127	139	162	222	225	244	261	297	650	1,026	1,535
포털비즈	126	137	126	134	117	125	121	144	524	507	516
신사업	60	51	62	88	101	109	118	128	261	455	542
콘텐츠부문	393	406	432	404	427	441	467	505	1,635	1,840	2,094
게임 콘텐츠	94	98	99	106	97	98	110	110	397	415	430
뮤직 콘텐츠	137	145	151	153	151	151	153	156	587	611	635
유료 콘텐츠	75	82	92	49	97	107	112	118	297	434	527
IP비즈니스 기타	87	82	90	95	82	84	92	121	354	380	501
영업이익	**28**	**40**	**59**	**80**	**88**	**100**	**110**	**145**	**207**	**443**	**717**
영업이익률	4	6	8	9	10	11	11	13	7	12	15
순이익	**18**	**31**	**51**	**-442**	**80**	**70**	**77**	**99**	**-342**	**326**	**472**
순이익률	2	4	7	-52	9	8	8	9	-11	9	10
YoY 성장률											
매출액	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	25.3	23.4	26.7	27.0	24.7	22.5
플랫폼부문	34.8	30.2	38.6	46.6	41.1	46.3	42.3	28.1	38.0	38.6	30.5
톡비즈	43.3	42.4	51.6	73.3	77.1	75.5	60.7	34.0	54.3	58.0	49.6
포털비즈	3.9	6.7	9.1	3.4	-7.8	-8.5	-4.3	7.4	5.7	-3.2	1.9
신사업	171.6	103.0	105.3	94.9	68.1	113.9	88.8	44.9	112.9	74.1	19.2
콘텐츠부문	21.7	20.2	24.9	8.9	8.5	8.4	8.1	25.2	18.7	12.5	13.8
게임 콘텐츠	-10.9	-11.9	-0.4	5.6	3.0	-0.5	10.7	3.9	-4.7	4.3	3.8
뮤직 콘텐츠	8.7	10.8	11.4	9.4	9.8	4.7	1.2	1.7	10.1	4.2	3.9
유료 콘텐츠	70.6	60.3	52.0	-22.3	30.0	31.3	22.0	140.0	36.1	46.1	21.4
IP비즈니스 기타	83.7	81.8	78.7	42.8	-6.1	3.0	2.5	27.4	69.1	7.2	32.0
영업이익	166.5	46.6	92.7	1751.6	218.9	147.5	86.7	81.9	183.7	114.4	61.7
순이익	19.9	37.8	596.8	적지	354.9	127.3	49.5	흑전	적전	흑전	44.8

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 4. Valuation (십억원, 원)

평가부문	2020F	2021F	비고
광고부문 매출액	1,178	1,621	
평가액	8,883	14,841	Peer기업 Facebook 2020년 PSR 대입, 2020년 카카오톡 광고 매출액 급증, 2013년 Facebook과 같이 밸류에이션 재평가 기대
게임부문 매출액	415	430	
평가액	2,204	2,441	Peer기업 넷마블, 엔씨소프트, 펄어비스 2021년 평균 PSR 대입
음악부문 매출액	611	635	
평가액	3,368	2,890	Peer기업 Spotify 2021년 PSR대입
기타콘텐츠 매출액	479	574	카카오페이지 국내, 카카오재팬 일본 IPO 계획
평가액	3,834	4,593	픽코나 거래액 급증으로 IPO 가치 상승, 넷플릭스 매출액 급증기인 2016~2020년 PSR 8배 대입 추후 카카오페이지와 카카오재팬의 IPO 가치 평가치를 다시 제시할 계획
기타 매출액	1,144	1,427	카카오뱅크 IPO 추진, 지분법 인식
평가액	5,573	5,999	Peer기업 Amazon, Naver 2021년 평균 PSR대입
평가액 합산		30,765	동사의 목표주가 산출을 위해 국내외 경쟁사의 평균 PSR을 사용
주당가치		370,000	동사 사업부들이 성장 초기 국면에 있어 수익성 보다 매출액 지표가 타당하다 판단

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	**3,070**	**3,828**	**4,687**	**5,954**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**3,070**	**3,828**	**4,687**	**5,954**
판매비와관리비	**2,863**	**3,384**	**3,970**	**5,002**
조정영업이익	**207**	**443**	**717**	**952**
영업이익	**207**	**443**	**717**	**952**
비영업손익	**-441**	**74**	**32**	**42**
금융손익	19	22	30	41
관계기업등 투자손익	-20	0	0	0
세전계속사업손익	-234	517	749	994
계속사업법인세비용	108	191	277	361
계속사업이익	-342	326	472	633
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-342**	**326**	**472**	**633**
지배주주	-301	322	466	625
비지배주주	-41	4	6	8
총포괄이익	**-346**	**326**	**472**	**633**
지배주주	-304	322	466	625
비지배주주	-42	4	6	8
EBITDA	426	607	842	1,049
FCF	646	828	962	1,268
EBITDA 마진율 (%)	13.9	15.9	18.0	17.6
영업이익률 (%)	6.7	11.6	15.3	16.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.8	8.4	9.9	10.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	**2,830**	**3,538**	**4,383**	**5,485**
현금 및 현금성자산	1,918	2,434	3,043	3,796
매출채권 및 기타채권	386	460	564	716
재고자산	49	62	75	96
기타유동자산	477	582	701	877
비유동자산	**5,908**	**6,011**	**6,189**	**6,537**
관계기업투자등	979	1,221	1,495	1,899
유형자산	350	257	195	153
무형자산	3,548	3,478	3,415	3,359
자산총계	**8,737**	**9,548**	**10,572**	**12,022**
유동부채	**2,134**	**2,550**	**3,023**	**3,720**
매입채무 및 기타채무	576	718	879	1,116
단기금융부채	535	557	582	619
기타유동부채	1,023	1,275	1,562	1,985
비유동부채	**564**	**643**	**732**	**864**
장기금융부채	245	245	245	245
기타비유동부채	319	398	487	619
부채총계	**2,997**	**3,493**	**4,055**	**4,883**
지배주주지분	**5,225**	**5,537**	**5,993**	**6,607**
자본금	43	43	43	43
자본잉여금	5,043	5,043	5,043	5,043
이익잉여금	148	460	915	1,530
비지배주주지분	**515**	**519**	**524**	**532**
자본총계	**5,740**	**6,056**	**6,517**	**7,139**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	**753**	**828**	**962**	**1,268**
당기순이익	-342	326	472	633
비현금수익비용가감	695	328	366	412
유형자산감가상각비	139	93	62	41
무형자산상각비	80	71	63	56
기타	476	164	241	315
영업활동으로인한자산및부채의변동	371	338	365	538
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	39	-39	-44	-65
재고자산 감소(증가)	-19	-12	-14	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	100	7	8	12
법인세납부	-111	-191	-277	-361
투자활동으로 인한 현금흐름	**-414**	**-82**	**-93**	**-137**
유형자산처분(취득)	-99	0	0	0
무형자산감소(증가)	-55	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	672	-82	-93	-137
기타투자활동	-932	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**322**	**12**	**14**	**26**
장단기금융부채의 증가(감소)	111	22	25	37
자본의 증가(감소)	397	0	0	0
배당금의 지급	-10	-10	-11	-11
기타재무활동	-176	0	0	0
현금의 증가	**671**	**516**	**609**	**753**
기초현금	1,247	1,918	2,434	3,043
기말현금	1,918	2,434	3,043	3,796

예상 주당가치 및 valuation (요약)

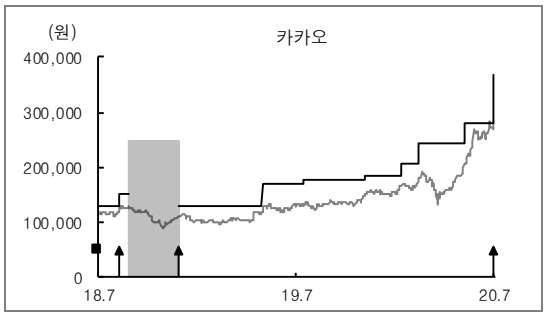
	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	-	77.0	53.3	39.7
P/CF (x)	36.5	38.0	29.7	23.8
P/B (x)	2.5	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA (x)	29.1	38.9	27.3	21.1
EPS (원)	-3,585	3,706	5,354	7,183
CFPS (원)	4,200	7,522	9,623	12,005
BPS (원)	60,615	63,607	68,838	75,897
DPS (원)	127	127	127	127
배당성향 (%)	-3.0	3.3	2.3	1.7
배당수익률 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	27.0	24.7	22.4	27.0
EBITDA증가율 (%)	104.8	42.5	38.7	24.6
조정영업이익증가율 (%)	183.6	114.0	61.9	32.8
EPS증가율 (%)	-	-	44.5	34.2
매출채권 회전율 (회)	17.5	21.7	21.5	21.9
재고자산 회전율 (회)	72.0	68.9	68.4	69.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-4.1	3.6	4.7	5.6
ROE (%)	-5.8	6.0	8.1	9.9
ROIC (%)	8.8	10.3	18.6	30.4
부채비율 (%)	52.2	57.7	62.2	68.4
유동비율 (%)	132.6	138.7	145.0	147.4
순차입금/자기자본 (%)	-23.9	-32.5	-40.2	-48.0
조정영업이익/금융비용 (x)	16.1	31.7	49.8	63.7

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

카카오
픽코마 일본 잭팟, 웹툰 가치만 10조 이상 가능

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오(035720)				
2020.07.02	매수	370,000	-	-
2020.05.08	매수	280,000	-9.30	0.89
2020.02.13	매수	243,000	-30.40	-15.23
2020.01.13	매수	205,000	-19.01	-16.10
2019.11.07	매수	185,000	-16.79	-10.81
2019.07.16	매수	177,000	-24.16	-14.69
2019.05.01	매수	170,000	-25.40	-21.18
2018.11.26	매수	130,000	-19.01	-7.69
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.08.10	매수	150,000	-16.41	-15.00
2018.05.11	Trading Buy	130,000	-12.78	-3.46



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

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.