

2019. 10. 28

Company Update

카카오 (035720)

SKT와 전략적 제휴가 기대되는 이유



오동환
Analyst
dh1.oh@samsung.com
02 2020 7808

- 카카오는 28일 공시를 통해 SKT와 전략적 파트너십을 체결하고, 이를 위해 3천억원 규모의 상호 지분 교환 계획을 발표
- 이번 제휴로 SKT와 경쟁 관계에 있던 사업들의 경쟁 완화와 더불어 신사업 협력 확대로 사업 경쟁력 강화가 예상됨. 카카오에 대해 기존의 BUY 투자의견 유지

WHAT'S THE STORY

카카오와 SKT의 지분 교환 통한 전략적 제휴: 카카오는 28일 공시를 통해 양사간 전략적 파트너십을 체결하고 이를 위해 3천억원 규모의 상호 지분을 취득한다고 발표. SK텔레콤은 카카오의 유상증자에 참여하여 3천억원(2.53%)규모의 신주를 취득하고, 카카오는 같은 금액(1.57%)의 SK텔레콤의 자사주를 취득할 계획. 양사는 이번 제휴를 통해 통신, 커머스, 디지털콘텐츠, ICT 등 4대 분야에서 긴밀한 협력을 추진한다고 밝힘.

경쟁 구도에서 협력 구도로: 이번 제휴로 그 동안 카카오와 SKT가 직접적으로 경쟁하던 음원(멜론 vs Flo), 모빌리티(카카오택시 vs T맵택시) 사업에서의 마케팅 경쟁 완화와, 직접 경쟁 구도가 아닌 영상 콘텐츠, 커머스, AI, 통신 분야의 협력 강화가 예상됨. 예를들어 페이지 웹툰 IP 기반 카카오M 제작 드라마와 영화를 SKT의 웨이브에서 유통하거나, 11번가에서 카카오페이 결제가 가능해질 수 있음. AI에서도 '카카오'와 '누구' 상호 호환으로 티맵에서 카카오의 콘텐츠를 사용하거나, 카카오톡에서 SKT 가입자 유치와 마케팅, 결합 요금제 출시 등 다양한 사업 제휴와 시너지가 가능할 전망.

지분 희석보다는 경쟁 완화와 시너지에 주목: 카카오는 3천억원 규모의 유상 증자로 기존 주주들의 지분이 약 2.5% 희석되나, 같은 금액의 SKT의 자사주 1,266,620주를 확보하게 됨에 따라 단기적인 기업 가치의 변동은 없을 전망. 아직 구체적인 양 사간의 제휴 방안이 공개되지는 않았으나, 국내 1위 통신사와 국내 1위 모바일 플랫폼 기업간의 제휴인 만큼 사업 제휴에 따른 시너지가 지분 희석 효과를 넘어설 전망.

제휴 통해 투자 매력 증가: 카카오에 대해 기존의 BUY 투자의견과 목표주가 18만원 (SOTP 방식)을 유지함. 카카오는 비즈보드 광고 매출 성장과 주요 자회사 수익성 개선으로 이익 증가세가 이어지는 가운데, 페이, 뱅크 등 금융 플랫폼과 페이지, M 등 콘텐츠 자회사의 가치 상승이 이어지고 있음. 이번 SKT와의 제휴는 카카오 주요 사업의 경쟁 완화와 더불어 신사업 시너지 제고 측면에서 사업 경쟁력을 높일 전망.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	180,000원	(28.6%)
현재주가	140,000원	
시가총액	11.7조원	
Shares (float)	83,869,946주 (66.1%)	
52주 최저/최고	87,600원/140,000원	
60일-평균거래대금	546.5억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
카카오 (%)	3.3	21.7	54.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	1.2	26.7	49.1

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	180,000	180,000	0.0%
2019E EPS	1,964	1,964	0.0%
2020E EPS	3,572	3,574	-0.1%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	22
Target price	168,727
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	2,417	3,060	3,861	4,768
영업이익 (십억원)	73	166	359	586
순이익 (십억원)	16	113	264	477
EPS (adj) (원)	(92)	1,964	3,572	6,031
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	81.9	68.8
EBITDA margin (%)	8.6	12.6	16.3	19.1
ROE (%)	1.0	2.8	5.2	8.4
P/E (adj) (배)	n/a	71.3	39.2	23.2
P/B (배)	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA (배)	50.6	27.0	15.7	10.1
Dividend yield (%)	0.1	0.1	0.1	0.1

자료: 삼성증권 추정

카카오 SKT 지분 교환 개요



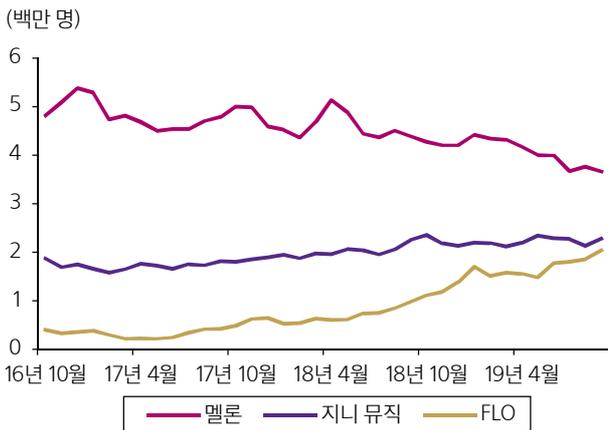
자료: 각 사, 삼성증권

카카오와 SKT 제휴 예상 시너지 영역

효과	서비스	SKT	카카오
경쟁완화	음원	Flo	멜론
	모빌리티	T맵택시	카카오택시
협력강화	영상	카카오페이지, 다음 웹툰 IP 기반 영상 카카오M에서 제작 후 웨이브에서 유통	
	AI	'카카오'와 SKT '누구' 상호 호환으로 T맵이나 누구 스피커에서 카카오톡 메시지 전송이나 카카오 콘텐츠 서비스 이용 가능	
	커머스	SKT 11번가에서 카카오페이로 결제 가능	
	통신	카카오톡을 통해 SKT 고객 유치 및 마케팅 가능 멜론, 카카오페이지 등 카카오의 콘텐츠 서비스와 SKT 통신 서비스와 결합 상품 출시 가능	

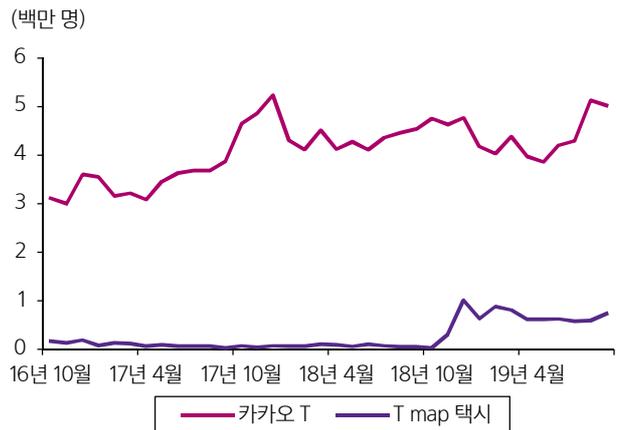
자료: 삼성증권

국내 음원 앱 이용자 추이



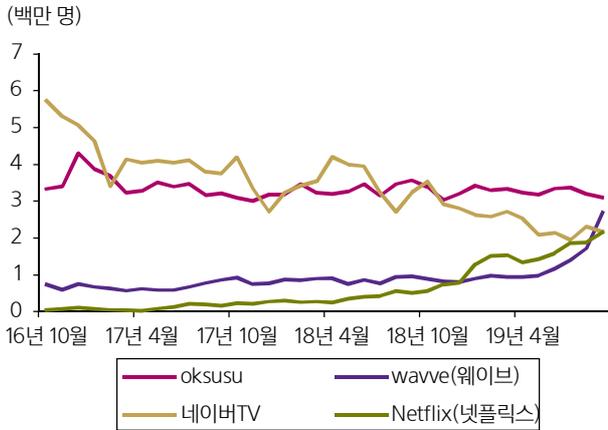
참고: 구글플레이 이용자 기준
자료: 닐슨코리아클릭, 삼성증권

국내 모빌리티 앱 이용자 추이



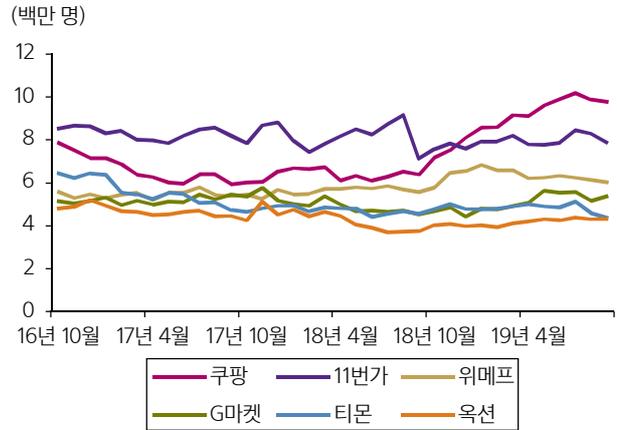
참고: 구글플레이 이용자 기준
자료: 닐슨코리아클릭, 삼성증권

국내 모바일 OTT 앱 이용자 추이



참고: 구글플레이 이용자 기준; 유튜브 제외
 자료: 닐슨코리아클릭, 삼성증권

국내 쇼핑 앱 이용자 추이



참고: 구글플레이 이용자 기준
 자료: 닐슨코리아클릭, 삼성증권

카카오 SOTP 밸류에이션

	(십억원)
총 카카오 가치 (A=B+C)	14,748
카카오톡 플랫폼 가치 (B)	13,573
순현금 (C)	1,175
보통주 유통주식수 ('000)	83,870
적정 주가 (원)	175,848
목표 주가 (원)	180,000

자료: 삼성증권 추정

카카오톡 플랫폼 SOTP 밸류에이션

(십억원)	2019E 매출액	적용 PSR (배)	기업 가치	지분률 (%)	지분 가치
모빌리티*			2,688	69	1,863
게임즈	423	2.5	1,045	60	631
뱅크**			2,318	34	788
페이***			3,420	61	2,083
광고	985	3.6	3,495	100	3,495
뮤직	517	3.8	1,954	100	1,954
카카오M	266	3.1	813	97	787
커머스	364	3.3	1,203	100	1,203
카카오페이지	311	3.9	1,203	64	769
합계	2,866		18,140		13,573

참고: * 카카오택시 이용자 2천2백만명에 디디추싱의 가입자당 가치 102달러 적용

** 자본금에 미국 인터넷 은행 평균 PBR 1.8배 적용

*** 2019년 MAU 1천9백만명에 엔트파이낸셜의 MAU당 가치 150달러 적용 (환율: 1,200원)

자료: 각 사, 블룸버그, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,972	2,417	3,060	3,861	4,768
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,972	2,417	3,060	3,861	4,768
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	1,807	2,344	2,894	3,502	4,181
영업이익	165	73	166	359	586
(영업이익률, %)	8.4	3.0	5.4	9.3	12.3
영업외손익	(12)	58	57	81	95
금융수익	79	112	61	56	67
금융비용	46	50	26	11	11
지분법손익	9	7	37	49	54
기타	(54)	(11)	(14)	(14)	(14)
세전이익	153	131	223	440	682
법인세	28	115	110	176	205
(법인세율, %)	18.4	87.8	49.3	40.0	30.0
계속사업이익	125	16	113	264	477
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	125	16	113	264	477
(순이익률, %)	6.3	0.7	3.7	6.8	10.0
지배주주순이익	109	48	144	283	490
비지배주주순이익	16	(32)	(31)	(20)	(13)
EBITDA	295	208	387	631	912
(EBITDA 이익률, %)	15.0	8.6	12.6	16.3	19.1
EPS (지배주주)	1,602	613	1,723	3,379	5,843
EPS (연결기준)	1,846	203	1,351	3,146	5,691
수정 EPS (원)*	1,947	(92)	1,964	3,572	6,031

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	372	491	602	724	1,041
당기순이익	125	16	113	264	477
현금유출입이없는 비용 및 수익	161	148	236	304	369
유형자산 감가상각비	61	68	140	170	202
무형자산 상각비	69	67	81	101	124
기타	31	13	15	32	44
영업활동 자산부채 변동	48	329	301	286	343
투자활동에서의 현금흐름	(355)	(1,261)	39	(300)	(366)
유형자산 증감	(72)	(85)	(126)	(185)	(234)
장단기금융자산의 증감	(409)	(449)	447	(115)	(132)
기타	127	(726)	(282)	0	0
재무활동에서의 현금흐름	468	891	(45)	72	91
차입금의 증가(감소)	(210)	(129)	455	93	111
자본금의 증가(감소)	499	1,052	14	0	0
배당금	(16)	(12)	(10)	(20)	(20)
기타	195	(20)	(504)	0	0
현금증감	475	130	957	489	727
기초현금	642	1,117	1,247	2,204	2,692
기말현금	1,117	1,247	2,204	2,692	3,419
Gross cash flow	286	164	349	568	846
Free cash flow	297	394	475	539	807

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 카카오, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,993	2,859	3,524	4,222	5,193
현금 및 현금등가물	1,117	1,247	2,204	2,692	3,419
매출채권	179	194	133	144	155
재고자산	22	36	55	68	84
기타	676	1,382	1,133	1,318	1,534
비유동자산	4,356	5,101	5,003	5,074	5,185
투자자산	373	848	531	688	890
유형자산	271	315	330	346	378
무형자산	3,690	3,865	3,794	3,693	3,569
기타	23	72	347	347	347
자산총계	6,349	7,960	8,528	9,296	10,377
유동부채	1,041	2,039	2,285	2,723	3,249
매입채무	108	29	0	0	0
단기차입금	0	29	30	30	30
기타 유동부채	932	1,981	2,255	2,693	3,219
비유동부채	846	293	513	578	656
사채 및 장기차입금	621	43	41	41	41
기타 비유동부채	225	251	471	537	615
부채총계	1,887	2,332	2,797	3,301	3,905
지배주주지분	4,029	5,137	5,292	5,575	6,065
자본금	34	42	42	42	42
자본잉여금	3,604	4,648	4,662	4,662	4,662
이익잉여금	403	453	587	871	1,361
기타	(11)	(6)	1	1	1
비지배주주지분	434	490	439	419	406
자본총계	4,463	5,627	5,730	5,994	6,472
순부채	(902)	(1,712)	(1,747)	(2,227)	(2,937)

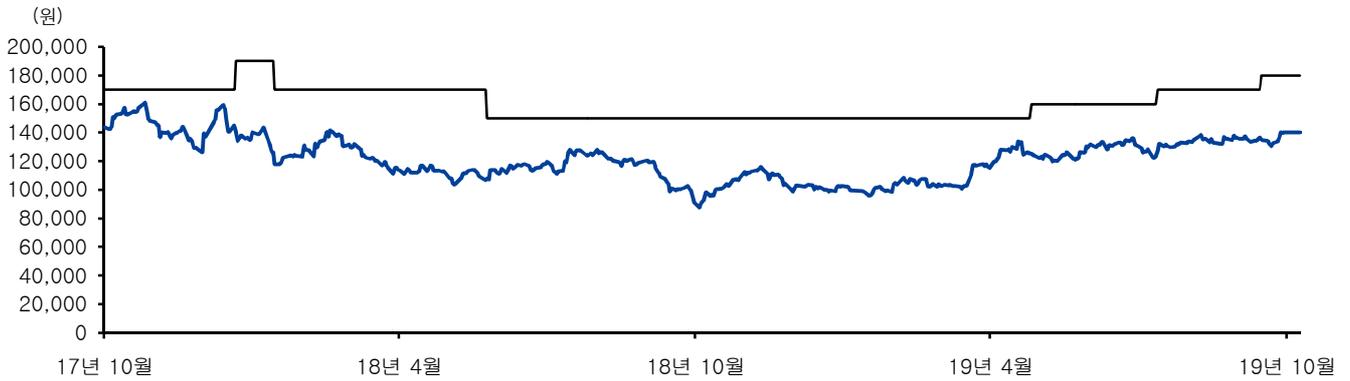
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	34.7	22.5	26.6	26.2	23.5
영업이익	42.4	(55.9)	127.7	116.2	63.3
순이익	91.1	(87.3)	611.0	133.6	80.9
수정 EPS**	118.6	적전	흑전	81.9	68.8
주당지표					
EPS (지배주주)	1,602	613	1,723	3,379	5,843
EPS (연결기준)	1,846	203	1,351	3,146	5,691
수정 EPS**	1,947	(92)	1,964	3,572	6,031
BPS	59,336	64,897	66,447	70,006	76,160
DPS (보통주)	148	127	127	127	127
Valuations (배)					
P/E***	71.9	n/a	71.3	39.2	23.2
P/B***	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	38.2	50.6	27.0	15.7	10.1
비율					
ROE (%)	2.9	1.0	2.8	5.2	8.4
ROA (%)	2.1	0.2	1.4	3.0	4.9
ROIC (%)	3.8	0.3	3.1	7.5	14.9
배당성향 (%)	9.3	21.0	7.0	3.6	2.1
배당수익률 (보통주, %)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	(20.2)	(30.4)	(30.5)	(37.2)	(45.4)
이자보상배율 (배)	14.7	7.8	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/10/18	2018/1/16	2/9	6/20	2019/5/22	8/8	10/11
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	170,000	190,000	170,000	150,000	160,000	170,000	180,000
과리율 (평균)	(14.08)	(28.47)	(29.07)	(26.63)	(20.39)	(21.08)	
과리율 (최대/최소)	(5.29)	(24.47)	(16.76)	(10.67)	(15.00)	(18.53)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)