

카카오 (035720)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	534,000원 (U)
현재주가 (2/9)	461,000원
상승여력	16%

시가총액	408,266억원
총발행주식수	88,669,667주
60일 평균 거래대금	3,145억원
60일 평균 거래량	760,900주
52주 고	473,500원
52주 저	134,000원
외인지분율	33.84%
주요주주	김범수 외 47인 25.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.2	24.1	175.2
상대	8.5	(1.6)	97.4
절대(달러환산)	3.7	23.8	192.5

거침없소

4Q20 Review

매출액 1조2,351억원(YoY +46%, QoQ +12%), 영업이익 1,498억원(YoY +88%, QoQ +25%), 영업이익률 12.1% Y-Y +2.7%pt, Q-Q +1.2%pt, 멜론 영업권 상각 약 3,200억원 발생으로 (지배)순이익 적자전환. 순이익 제외 실적은 시장 기대치 상회

특비즈(특광고+커머스) 3,603억원(YoY +63%, QoQ +27%), 신사업(모빌리티+페이) 1,740억원(YoY +97%, QoQ +17%), 유료콘텐츠(카카오페이지+피코마) 1,636억원(YoY +233%, QoQ +10%), IP비즈니스(카카오M) 1,186억원(YoY +25%, QoQ +30%) 등 주요 사업부문의 고성장이 이어짐. 영업이익은 광고+커머스+콘텐츠 부문이 1,877억원으로 YoY +53%, QoQ +36%증가하며, 외형성장 뿐만 아니라 이익 성장도 동반되고 있음을 보여줌

1분기 및 상반기

1분기는 광고 비수기 이나 특비즈보드를 포함한 특광고의 높은 효율성으로 광고수요가 높은 상황이며, 광고외에 커머스, 콘텐츠, 모빌리티, 페이 등이 계절과 무관한 고성장 중이어서 1분기 및 상반기에도 고성장 및 영업이익(률) 개선을 이어갈 것으로 예상됨

모빌리티, 페이 등의 신사업 부문 2020년 연간 손실은 2019년 대비 748억원 감소한 974억원을 기록, 2021년에도 손실 폭이 크게 줄거나 흑자 전환되며 전체 영업이익(률)개선을 가속화 시킬 것으로 예상됨. 특히, 모빌리티 부문은 코엑스, 에버랜드 주차사업 시작으로 약 500억원의 매출이 발생할 예정이며, 택시요금의 20%를 매출로 인식하는 가맹 택시 수가 급증하고 있어(1Q20 5,400대 → 4Q20 16,000대) 매출 및 이익(률)개선에 크게 기여할 것으로 전망됨. 또한, 상반기 IPO 추진 예정인 카카오페이의 송금+거래액이 YoY +47% 증가한 19.9조원을 기록, 이중 실제 매출로 인식되는 거래액은 YoY +125% 증가하여, 2021년 흑자전환 가능성이 높다는 의견 임

투자 의견 BUY, 목표주가 534,000원으로 상향조정

카카오플랫폼 네트워크 기반, 다양한 언택트 영역에서 사업을 성공시킨 노하우를 통해 더욱 다양한 영역에서 보다 정교한 모델로 지속적인 고성장을 하고 있는 상황이라는 판단임. 커머스, 모빌리티 부문에 대한 밸류에이션을 추가하며 목표주가를 534,000원으로 상향조정함

Quarterly earning Forecasts

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,351	45.7	12.2	12,064	2.4
영업이익	1,498	88.3	24.6	1,425	5.1
세전계속사업이익	-1,018	적지	적전	1,780	-157.2
지배순이익	-1,951	적지	적전	1,196	-263.2
영업이익률 (%)	12.1	+2.7 %pt	+1.2 %pt	11.8	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-15.8	적지	적전	9.9	-25.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액		30,701	41,567	53,881	64,341
영업이익		2,068	4,560	7,859	10,334
지배순이익		-3,010	1,496	4,408	7,440
PER		-35.0	230.0	92.6	54.8
PBR		2.0	5.4	5.9	5.4
EV/EBITDA		22.4	47.9	21.0	23.6
ROE		-5.8	2.6	6.8	10.6

자료: 유안타증권

카카오(035720) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020P	2021E	2022E
총매출	8,476	8,684	9,529	11,004	12,351	12,252	12,903	13,768	14,958	24,170	30,701	41,567	53,881	64,341
YoY	26%	23%	30%	41%	46%	41%	35%	25%	21%	23%	27%	35%	30%	19%
플랫폼부문	4,441	4,418	4,927	5,544	6,570	6,617	7,109	7,551	8,558	10,393	14,347	21,459	29,835	37,584
특비즈	2,216	2,247	2,484	2,844	3,603	3,668	3,905	4,023	4,649	4,211	6,498	11,178	16,245	20,314
YoY	73%	77%	79%	75%	63%	63%	57%	41%	29%	63%	54%	72%	45%	25%
광고	1,205	1,191	1,366	1,564	2,018	2,044	2,188	2,265	2,441	1,895	3,351	6,139	8,938	10,450
특비즈보드	425	487	596	720	915	949	1,001	1,047	1,169	-	633	2,718	4,166	4,485
커머스	1,010	1,056	1,118	1,280	1,585	1,624	1,716	1,758	2,208	2,316	3,148	5,039	7,307	9,864
포털비즈	1,342	1,166	1,175	1,212	1,227	1,038	1,104	1,090	1,126	4,954	5,236	4,779	4,358	4,102
신사업	883	1,005	1,268	1,488	1,740	1,911	2,100	2,437	2,784	1,227	2,613	5,501	9,232	13,167
YoY	95%	68%	149%	139%	97%	91%	68%	51%	60%	93%	113%	111%	68%	43%
콘텐츠부문	4,035	4,266	4,602	5,460	5,781	5,635	5,793	6,218	6,400	13,777	16,354	20,108	24,045	26,757
게임 콘텐츠	1,059	968	1,075	1,504	1,408	1,264	1,313	1,534	1,587	4,170	3,974	4,955	5,698	5,983
뮤직 콘텐츠	1,533	1,507	1,510	1,557	1,551	1,562	1,568	1,595	1,585	5,329	5,866	6,126	6,310	6,436
유료 콘텐츠	492	970	1,190	1,484	1,636	1,720	1,814	1,976	2,031	2,184	2,972	5,280	7,541	9,167
IP 비즈니스 기타	951	819	827	915	1,186	1,089	1,099	1,112	1,197	2,095	3,541	3,747	4,497	5,171
YoY	43%	-6%	1%	2%	25%	33%	33%	22%	1%	5%	69%	6%	20%	15%
영업비용	7,680	7,802	8,551	9,802	10,852	10,636	11,100	11,739	12,547	23,440	28,633	37,007	46,022	54,007
인건비	2,050	1,987	2,165	2,393	2,655	2,639	2,687	2,768	2,992	5,419	7,015	9,199	11,086	12,664
매출연동비	3,404	3,817	4,095	4,637	4,916	5,020	5,315	5,656	6,030	10,795	13,680	17,464	22,021	27,078
외주/인프라	1,066	921	1,066	1,139	1,451	1,292	1,407	1,487	1,513	3,144	3,601	4,577	5,700	6,889
마케팅비	415	299	385	763	875	701	679	829	933	1,873	1,513	2,323	3,142	3,564
상각비	564	587	616	668	782	761	778	762	827	1,381	2,206	2,653	3,129	2,600
기타	181	191	223	203	174	223	233	237	251	829	618	791	944	1,212
영업이익	796	882	978	1,202	1,498	1,616	1,803	2,029	2,411	729	2,068	4,560	7,859	10,334
영업이익률	9.4%	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	13.2%	14.0%	14.7%	16.1%	3.0%	6.7%	11.0%	14.6%	16.1%
YoY	1754%	219%	142%	103%	88%	83%	84%	69%	61%	-55.9%	183.5%	120.5%	72.3%	31.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 목표주가 산정내역 (SOTP)

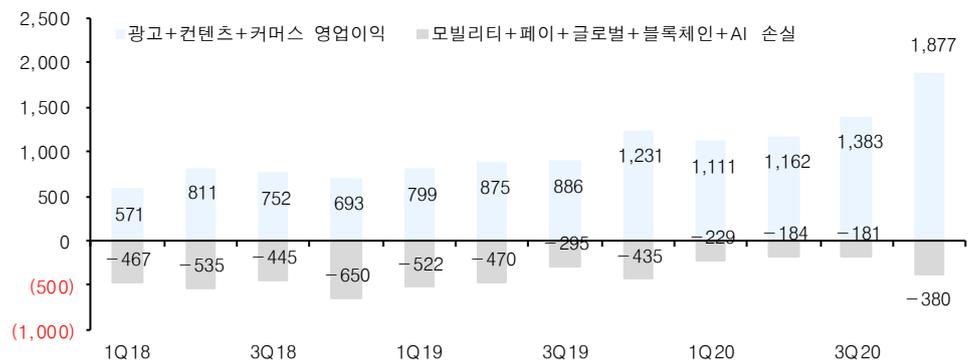
(단위: 억원)

사업부문 등	지분가치	지분율	부문가치	부문 가치산정 방식
광고 (A)	151,574	100%	151,574	2021년 광고 매출액 1.3조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 7.6배에 고성장 프리미엄 50% 적용
커머스 (B)	80,000	100%	80,000	2021년 커머스 거래액 8조원 * 멀티플 1배
카카오페이 (C)	30,500	61%	50,000	국내 증권, 손보 기업 영업이익 합계인 10조원에 5% 시장점유율과 PER 10배를 적용
카카오 모빌리티 (D)	22,376	69%	32,430	2021년 매출액 0.58조원 * UBER, LYFT 21년 PSR 평균 5.6배
카카오 게임 (E)	9,287	46%	28,797	카카오 게임즈 시가총액 (2/9) * 자회사 할인율 30%
뮤직 (멜론) (F)	36,161	100%	36,161	2021년 예상 매출액 0.63조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 5.7배 적용
카카오페이지 (G)	18,149	64%	28,500	2021년 예상 거래액 0.5조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 5.7배 적용
피코마 (H)	49,588	92%	53,900	2021년 예상 거래액 0.7조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 최상단 PSR 7.7배 적용
카카오 M (I)	13,624	80%	17,000	2020년 3월 Anchor Equity 로 부터 2,100억원 자금유치 투자 밸류
카카오뱅크 (J)	31,155	34%	93,000	2020년 10월 TPG 로부터 7,500억원 투자유치 시 받은 밸류 9.3조원 (PBR 3.6배)
순현금 (K)	10,426	-	-	4분기 말 별도 기준 순현금 10,426억원
자기주식 (L)	11,358	-	-	자기주식 2,463,744주 * 46만원
기타 관계기업 가치	9,517	-	9,517	-
적정가치 (A+B+C+D+E+F+ G+H+I+J+K+M)	473,715	-	-	-
발행주식수	88,678,085	-	-	-
목표주가	534,196원		-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 부문별 영업이익 추이

(단위: 억원)



자료: 카카오

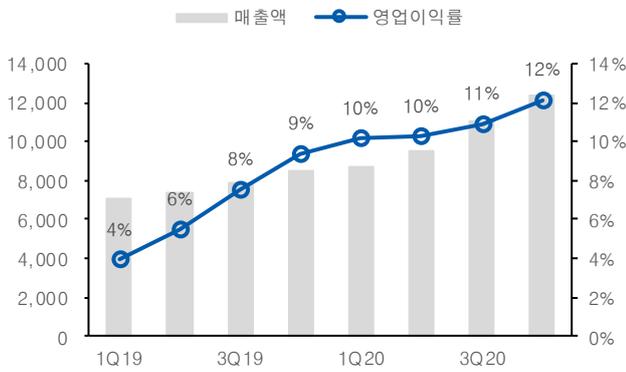
카카오 부문별 영업이익 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	YoY	QoQ	2018	2019	2020P
광고+컨텐츠+커머스	571	811	752	693	799	875	886	1,231	1,111	1,162	1,383	1,877	53%	36%	2,827	3,791	5,533
모빌리티+페이+글로벌	-467	-535	-445	-650	-522	-470	-295	-435	-229	-184	-181	-380	-13%	110%	-	-	-974
전체 영업이익	104	276	307	43	277	405	591	796	882	978	1,202	1,498	88%	25%	730	2,069	4,560

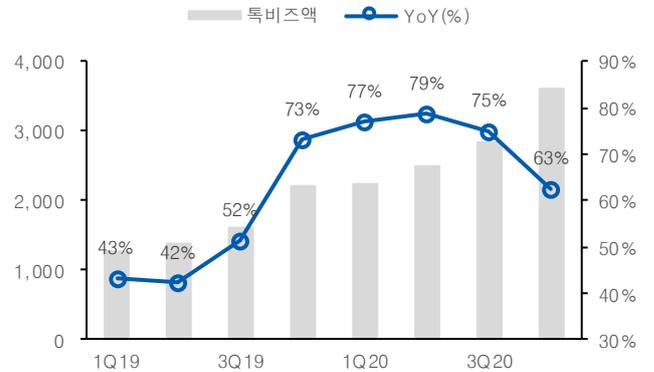
자료: 카카오

매출액 & 영업이익률 (1Q19~4Q20)



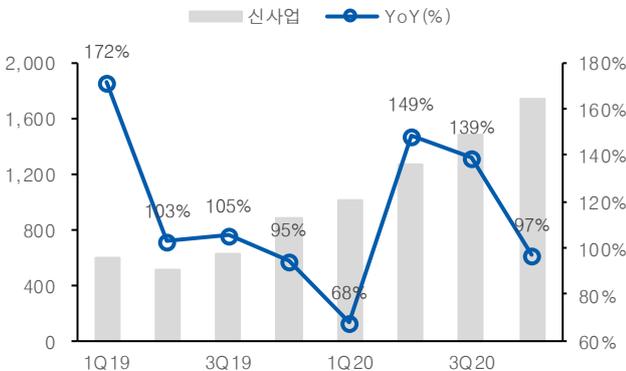
자료: 카카오

특비즈 매출액 & YoY 성장률 (1Q19~4Q20)



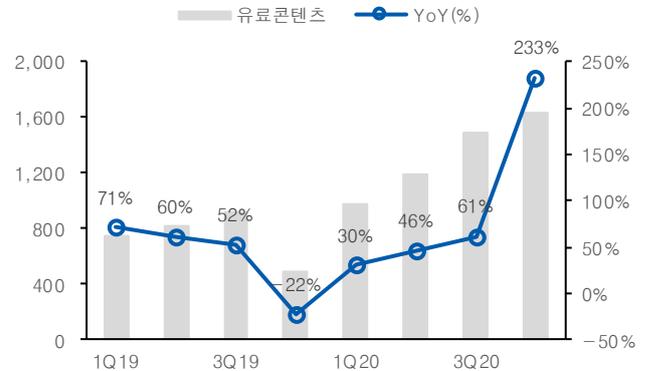
자료: 카카오

신사업 매출액 & YoY 성장률 (1Q19~4Q20)



자료: 카카오

유료콘텐츠 매출액 & YoY 성장률 (1Q19~4Q20)



자료: 카카오

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	
매출액	30,701	41,567	53,881	64,341	75,849	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	30,701	41,567	53,881	64,341	75,849	
판매비	28,633	37,007	46,022	54,007	62,339	
영업이익	2,068	4,560	7,859	10,334	13,510	
EBITDA	4,256	6,815	18,201	15,912	18,630	
영업외손익	-4,410	-475	-1,381	599	2,199	
외환관련손익	132	0	0	0	0	
이자손익	189	240	327	397	478	
관계기업관련손익	-198	77	585	1,186	2,059	
기타	-4,534	-792	-2,293	-984	-339	
법인세비용차감전순손익	-2,343	4,085	6,478	10,933	15,709	
법인세비용	1,077	2,415	1,555	2,624	3,770	
계속사업순손익	-3,419	1,671	4,923	8,309	11,939	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-3,419	1,671	4,923	8,309	11,939	
지배지분순이익	-3,010	1,496	4,408	7,440	10,690	
포괄순이익	-3,461	2,603	5,050	8,384	11,956	
지배지분포괄이익	-3,043	2,370	4,597	7,632	10,882	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	7,527	7,043	15,658	14,033	16,214	
당기순이익	0	-2,018	4,923	8,309	11,939	
감가상각비	1,391	1,438	6,155	1,913	1,913	
외환손익	0	15	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	-53	-716	-585	-1,186	-2,059	
자산부채의 증감	3,708	2,624	235	591	474	
기타현금흐름	2,480	5,700	4,929	4,406	3,948	
투자활동 현금흐름	-4,142	-14,801	-7,781	-8,248	-8,264	
투자자산	-7,142	-9,747	-3,287	-3,287	-3,287	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,064	-2,016	-2,016	-2,016	-2,016	
유형자산 감소	71	103	103	103	103	
기타현금흐름	3,992	-3,141	-2,580	-3,048	-3,063	
재무활동 현금흐름	3,222	12,445	12,433	12,442	11,898	
당기차입금	-262	1,100	1,719	1,719	1,719	
사채 및 장기차입금	-650	1,065	965	965	965	
자본	2,999	1	0	0	0	
현금배당	-103	-106	-111	-102	-646	
기타현금흐름	1,238	10,384	9,861	9,861	9,861	
연결범위변동 등 기타	105	-653	-10,068	-10,040	-10,351	
현금의 증감	6,712	4,033	10,241	8,187	9,498	
기초 현금	12,470	19,182	23,215	33,457	41,644	
기말 현금	19,182	23,215	33,457	41,644	51,142	
NOPLAT	3,018	4,560	7,859	10,334	13,510	
FCF	7,851	4,728	14,535	12,007	13,845	

자료: 유안타증권

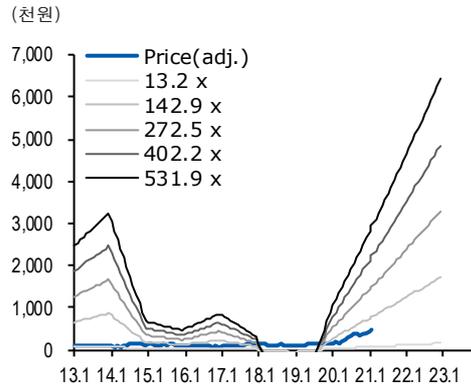
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	
유동자산	28,297	43,917	54,957	63,918	74,339	
현금및현금성자산	19,182	23,215	33,457	41,644	51,142	
매출채권 및 기타채권	3,880	1,969	2,343	2,383	2,528	
재고자산	494	499	647	772	910	
비유동자산	59,076	69,319	65,176	66,427	69,039	
유형자산	3,498	4,241	0	0	0	
관계기업 등 지분관련 자산	9,789	14,892	18,764	23,238	28,584	
기타투자자산	6,488	10,740	10,844	10,958	11,084	
자산총계	87,373	118,234	125,130	135,342	148,375	
유동부채	21,338	25,493	27,195	29,885	32,670	
매입채무 및 기타채무	6,772	8,728	9,164	9,623	10,104	
단기차입금	75	1,224	2,942	4,661	6,380	
유동성장기부채	2	2	2	2	2	
비유동부채	5,638	11,802	12,620	13,369	14,138	
장기차입금	74	962	2,027	3,092	4,157	
사채	400	20	-80	-180	-280	
부채총계	29,971	44,979	47,577	51,093	54,725	
지배지분	52,254	62,487	66,786	73,482	82,884	
자본금	432	443	443	443	443	
자본잉여금	50,432	58,439	58,439	58,439	58,439	
이익잉여금	1,482	3,103	7,402	14,098	23,499	
비지배지분	5,148	10,767	10,767	10,767	10,767	
자본총계	57,401	73,254	77,553	84,249	93,651	
순차입금	-15,088	-28,666	-37,064	-44,161	-52,599	
총차입금	6,896	9,792	11,476	13,160	14,843	

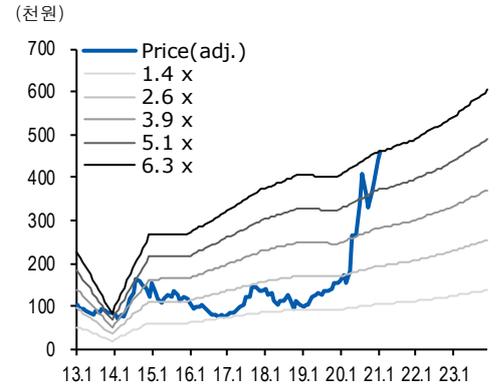
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	
EPS	-3,585	1,693	4,981	8,407	12,079	
BPS	63,732	72,649	77,648	85,432	96,363	
EBITDAPS	5,069	7,714	20,566	17,980	21,051	
SPS	36,567	47,049	60,881	72,700	85,703	
DPS	127	127	749	749	749	
PER	-35.0	230.0	92.6	54.8	38.2	
PBR	2.0	5.4	5.9	5.4	4.8	
EV/EBITDA	22.4	47.9	21.0	23.6	19.7	
PSR	3.4	8.3	7.6	6.3	5.4	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	27.0	35.4	29.6	19.4	17.9	
영업이익 증가율 (%)	183.5	120.5	72.3	31.5	30.7	
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	194.7	68.8	43.7	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	6.7	11.0	14.6	16.1	17.8	
지배순이익률 (%)	-9.8	3.6	8.2	11.6	14.1	
EBITDA 마진 (%)	13.9	16.4	33.8	24.7	24.6	
ROIC	9.3	7.4	34.7	74.6	174.7	
ROA	-3.6	1.5	3.6	5.7	7.5	
ROE	-5.8	2.6	6.8	10.6	13.7	
부채비율 (%)	52.2	61.4	61.3	60.6	58.4	
순차입금/자기자본 (%)	-28.9	-45.9	-55.5	-60.1	-63.5	
영업이익/금융비용 (배)	16.1	0.0	0.0	0.0	0.0	

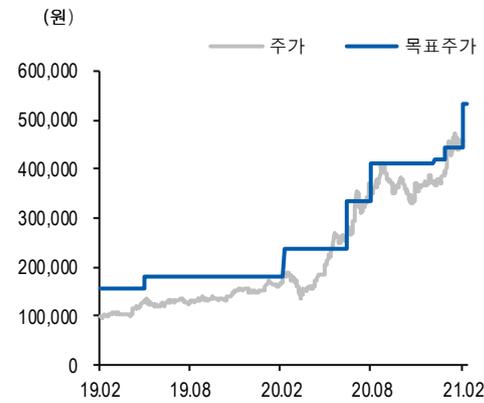
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-10	BUY	534,000	1년		
2021-01-05	BUY	446,000	1년	0.35	6.17
2020-12-14	BUY	420,000	1년	-10.14	-5.71
2020-08-07	BUY	410,000	1년	-9.96	0.49
2020-06-22	BUY	335,000	1년	-4.50	10.60
2020-02-14	BUY	237,000	1년	-16.81	13.92
2019-05-10	BUY	180,000	1년	-21.76	-0.56
2018-11-09	BUY	155,000	1년	-31.49	-17.10

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.