

카카오 (035720)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	135,000원 (D)
현재주가 (4/21)	118,000원
상승여력	14%

시가총액	523,695억원
총발행주식수	443,809,305주
60일 평균 거래대금	3,778억원
60일 평균 거래량	1,326,625주
52주 고	120,500원
52주 저	35,100원
외인지분율	33.85%
주요주주	김범수 외 63 인 24.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.8	30.0	236.2
상대	14.8	29.5	99.2
절대(달러환산)	21.1	27.6	269.6

1Q21 preview, 카카오 모빌리티, 두나무

1Q21 Preview

1Q21 영업이익 1,563억원(YoY +77.2%), 영업이익률 12.7%를 기록해 컨센서스(1,541억원)를 소폭 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망됨

경기회복에 따른 광고매출 회복, 특비즈보드 광고 매출 호조 지속, 언택트 소비 및 모바일 커머스(선물하기)지속에 따른 e커머스 매출 고성장 유지, 카카오 T블루 가맹택시 확대에 따른 모빌리티 매출 증가, 카카오 결제 증가에 따른페이 매출 증가, 일본 픽코마 등 콘텐츠 매출 고성장 유지로 탐라인은 1분기 비수기 임에도 고성장(YoY +41.4%) 유지 전망

반면, 인터넷/게임 기업들의 연쇄적인 연봉인상 등 보상요구 확산 및 추가상승에 따른 주식보상비용(1분기 약 150억원 추정)증가에 의한 인건비 상승 예상되나, 모빌리티, 페이 등 연결 자회사 손익 개선으로 영업이익(률) 개선추세는 이번 분기에도 지속 될 것으로 예상

카카오 모빌리티

최근 구글(Google International LLC)로부터 3.4조원 밸류에 565억원을 투자 받은 카카오모빌리티는 현재 강제배차되는 카카오 T블루가 일반 카카오택시 대비 콜수가 40% 이상 많이 배정되어 기사 수입에 크게 기여, 호출택시시장에서 경쟁사를 압도하고 있는 상황. 전국 택시 25만대 중 2020년말 기준 카카오T블루는 1.6만대에 불과, 향후 성장 잠재력 높음. 여기에 최근 월 9.9만원의 기사 멤버십 도입, 카카오대리의 높은 성장성 감안 시 향후 성장성은 매우 높다는 의견

카카오의 손자회사(100%--> 94.5%) Ground X가 구축한 암호화폐 플랫폼 클레이튼(암호화폐, 클레이(Klay))은 사용 범위를 확장하고 대중화를 위해 LG전자, SK네트웍스, 한화시스템, 넷마블 등 다양한 기업과 파트너 관계를 구축

두나무(업비트), 클레이튼

국내 1위 암호화폐 거래사이트 '업비트'의 4월 일평균 일거래액이 19조원을 넘어 현재 70조원의 기업가치로 나스닥에 상장된 미국 가상자산 거래소 '코인베이스'의 거래액 (법정 통화 거래 기준)에 버금가는 거래규모를 보임. (뒷장 계속)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,277	41.4	-0.6	12,410	-1.1
영업이익	1,563	77.2	4.4	1,541	1.4
세전계속사업이익	1,917	51.5	흑전	1,814	5.7
지배순이익	1,361	75.7	흑전	1,347	1.1
영업이익률 (%)	12.7	+2.5 %pt	+0.6 %pt	12.4	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	11.1	+2.2 %pt	흑전	10.9	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	30,701	41,568	54,241	65,441
영업이익	2,068	4,559	7,981	9,747
지배순이익	-3,010	1,556	8,986	10,441
PER	-35.0	156.6	58.3	50.2
PBR	2.0	3.8	7.3	6.4
EV/EBITDA	22.4	31.4	46.3	40.4
ROE	-5.8	2.7	13.6	14.0

자료: 유안타증권

‘업비트’는 카카오가 우회지분 포함 약 22.4% 보유한 계열회사 ‘두나무’가 운영 중임. ‘두나무’의 1Q21 매출액은 5,900억원, 영업이익 5,440억원, 영업이익률 92%를 기록하여, 모회사 카카오에게 1Q21 약 1,000억원에 가까운 지분법이익이 발생할 것으로 추정됨.

‘두나무’의 가치는 ① 현재 개인투자자 중심으로 ‘업비트’에서 거래되고 있는 수백 개의 암호화폐가 향후에도 지속적으로 현재와 같은 높은 거래금액액이 지속될 가능성이 높지 않고 ② ‘업비트’는 미국 ‘코인베이스’ 대비 거래수수료율이 5배나 낮으며 ③ 미국과 한국의 자본시장 규모 차이가 약 20배 이상 날 뿐만 아니라 ④ ‘코인베이스’는 ‘업비트’와 달리 달러/유로/파운드화 등의 거래도 가능하기 때문에 ‘업비트’를 ‘코인베이스’와 동일하게 벨류에이션 할 수는 없을 것으로 판단된다. ‘두나무’는 현재 2022년 나스닥 상장을 목표로 하고 있다

투자 의견 BUY, 목표주가 135,000원으로 조정

2021년 일본 웹툰 사업 피코마 고성장, 국내 모빌리티 사업, 모바일 커머스, 모바일 광고, 모바일 금융 고성장에 따른 탐라인 성장 및 자회사 손익개선에 따른 영업이익률 개선, 자회사 IPO에 따른 벨류에이션 상승은 지속될 것으로 예상됨. 5배 액면분할에 따른 주식수 증가와 쿠팡 상장에 따른 커머스 부문 벨류에이션 증가, 두나무 가치 추가반영하여 목표주가를 13만5천원으로 조정하고 투자 의견 BUY를 유지함

카카오 1분기 유안타 추정치 VS. 시장 컨센서스

(단위: 억원)

1Q21E	유안타증권	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	12,277	-0.60%	41.40%	12,410	-1.10%
영업이익	1,563	4.40%	77.20%	1,541	1.40%
순이익 (지배)	1,361	흑전	75.70%	1,347	1.10%

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
총매출	8,684	9,529	11,004	12,351	12,277	13,078	13,892	14,994	30,701	41,567	54,241	65,441
YoY	23%	30%	41%	46%	41%	37%	26%	21%	27%	35%	30%	21%
플랫폼부문	4,418	4,927	5,544	6,570	6,642	7,285	7,675	8,594	14,347	21,459	30,195	38,457
특비즈	2,247	2,484	2,844	3,603	3,638	3,899	4,018	4,438	6,498	11,178	15,993	19,974
YoY	77%	79%	75%	63%	62%	57%	41%	23%	54%	72%	43%	25%
광고	1,191	1,366	1,564	2,018	2,044	2,188	2,265	2,441	3,351	6,139	8,938	10,450
커머스	1,056	1,118	1,280	1,585	1,594	1,711	1,753	1,997	3,148	5,039	7,055	9,524
YoY	40%	62%	85%	57%	51%	53%	37%	26%	36%	60%	40%	35%
포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,227	1,014	1,069	1,030	1,139	5,236	4,779	4,253	3,862
YoY	-8%	-14%	-4%	-9%	-13%	-9%	-15%	-7%	6%	-7%	-11%	-9%
신사업	1,005	1,268	1,488	1,740	1,989	2,317	2,627	3,017	2,613	5,501	9,949	14,620
YoY	68%	149%	139%	97%	91%	68%	51%	73%	113%	111%	81%	47%
콘텐츠부문	4,266	4,602	5,460	5,781	5,635	5,793	6,218	6,400	16,354	20,108	24,045	26,984
게임 콘텐츠	968	1,075	1,504	1,408	1,264	1,313	1,534	1,587	3,974	4,955	5,698	5,983
뮤직 콘텐츠	1,507	1,510	1,557	1,551	1,562	1,568	1,595	1,585	5,866	6,126	6,310	6,436
유료 콘텐츠	970	1,190	1,484	1,636	1,720	1,814	1,976	2,031	2,972	5,280	7,541	9,393
YoY	30%	46%	61%	233%	77%	52%	33%	24%	36%	78%	43%	25%
페이지매출액	689	707	765	829	860	906	1,025	1,041	2,266	2,990	3,832	4,466
피코마매출액	282	482	719	807	860	908	951	990	707	2,290	3,709	4,927
IP 비즈니스 기타	819	827	915	1,186	1,089	1,099	1,112	1,197	3,541	3,747	4,497	5,171
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,852	10,714	11,234	11,780	12,532	28,633	37,007	46,259	55,694
인건비	1,987	2,165	2,393	2,655	2,816	2,777	2,860	2,946	7,015	9,199	11,400	12,849
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,916	4,886	5,205	5,529	5,848	13,680	17,464	21,468	27,259
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,325	1,450	1,503	1,597	3,601	4,577	5,874	7,289
마케팅비	299	385	763	875	702	774	867	1,073	1,513	2,323	3,416	3,916
상각비	587	616	668	782	761	778	762	786	2,206	2,653	3,088	3,148
기타	191	223	203	174	223	249	259	282	618	791	1,013	1,232
영업이익	882	978	1,202	1,498	1,563	1,845	2,112	2,462	2,068	4,560	7,981	9,747
영업이익률	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.7%	14.1%	15.2%	16.4%	6.7%	11.0%	14.7%	14.9%
YoY	219%	142%	103%	88%	77%	89%	76%	64%	183%	121%	75%	22%

자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오 적정주가 산정

(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)	160,000	100%	160,000	2021년 커머스 거래액 8조원 * 멀티플 2배
카카오페이 (C)	30,500	61%	50,000	국내 증권, 손보 기업 영업이익 합계인 10조원에 5% 시장점유율과 PER 10배를 적용
카카오 모빌리티 (D)	23,115	69%	33,500	2021년 칼라일, 구글 투자시 기업밸류
카카오 게임 (E)	9,779	46%	30,323	카카오 게임즈 시가총액 (4/20) * 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
카카오 은행 (J)	46,733	34%	139,500	2020년 10월 TPG 로부터 7,500억원 투자유치 시 받은 밸류 9.3조원 (PBR 3.6배) *1.5배(마켓프리미엄 50%)
순현금 (K)	10,426	-	-	4분기 말 별도 기준 순현금 10,426억원
자기주식 (L)	14,940	-	-	자기주식 12,449,670주 * 12만원
기타 관계기업 가치 (M)	10,029	-	10,029	-
두나무 가치 (N)	22,320	22.40%	99,645	일평균 거래대금 7조원(2018년 2.6조원, 2021년 3월 8.7조원) * 순이익률 60%(2018년 29%) * 증권사 최상위 PER 6.5배의 2배인 13배(2019 ROE 76%) 반영
적정가치 (A+B+A+B+C+D+E+F +G+H+I+J+K+M)	596,937		-	
발행주식수	443,523,100		-	
목표주가(원)	134,590		-	

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	30,701	41,568	54,241	65,441	77,736
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	30,701	41,568	54,241	65,441	77,736
판매비	28,633	37,010	46,259	55,694	64,674
영업이익	2,068	4,559	7,981	9,747	13,063
EBITDA	4,256	7,223	10,902	12,345	15,614
영업외손익	-4,410	-416	4,729	5,022	5,337
외환관련손익	132	66	28	20	10
이자손익	189	45	150	204	267
관계기업관련손익	-198	87	3,352	3,688	4,056
기타	-4,534	-613	1,199	1,110	1,004
법인세비용차감전순손익	-2,343	4,143	12,710	14,769	18,400
법인세비용	1,077	2,409	3,178	3,692	4,600
계속사업순손익	-3,419	1,734	9,533	11,077	13,800
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,419	1,734	9,533	11,077	13,800
지배지분순이익	-3,010	1,556	8,986	10,441	13,008
포괄순이익	-3,461	3,336	9,846	11,389	14,113
지배지분포괄이익	-3,043	2,816	10,273	11,884	14,726

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

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	7,527	9,711	16,752	17,115	19,366
당기순이익	0	0	9,533	11,077	13,800
감가상각비	1,391	1,757	1,930	1,800	1,867
외환손익	0	26	-28	-20	-10
중속, 관계기업관련손익	-53	-2,120	-3,352	-3,688	-4,056
자산부채의 증감	3,708	1,833	1,968	1,437	1,371
기타현금흐름	2,480	8,215	6,702	6,509	6,395
투자활동 현금흐름	-4,142	-12,607	-7,678	-5,320	-6,727
투자자산	-6,961	-2,768	-1,585	-1,744	-1,918
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,064	-1,831	-2,000	-2,000	-2,000
유형자산 감소	71	143	0	0	0
기타현금흐름	3,812	-8,151	-4,092	-1,576	-2,809
재무활동 현금흐름	3,222	13,054	10,323	8,913	8,950
단기차입금	-1,282	1,083	53	373	410
사채 및 장기차입금	369	3,867	33	80	80
자본	2,999	0	1,777	0	0
현금배당	-103	-133	-158	-158	-158
기타현금흐름	1,238	8,237	8,618	8,618	8,618
연결범위변동 등 기타	105	-397	-19,068	-13,701	-13,432
현금의 증감	6,712	9,761	329	7,007	8,157
기초 현금	12,470	19,182	28,943	29,272	36,279
기말 현금	19,182	28,943	29,272	36,279	44,436
NOPLAT	3,018	4,559	7,981	9,747	13,063
FCF	6,463	7,879	14,752	15,115	17,366

자료: 유안타증권

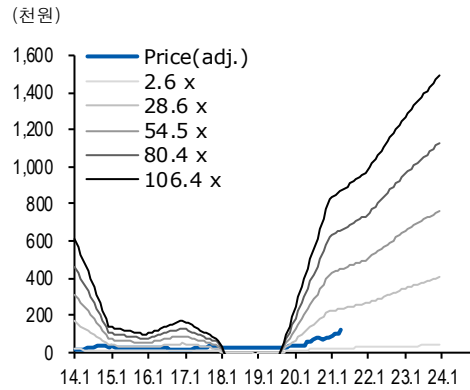
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	28,297	44,629	48,550	54,597	63,871
현금및현금성자산	19,182	28,775	29,272	36,279	44,436
매출채권 및 기타채권	3,878	4,670	5,564	5,650	6,306
재고자산	494	458	557	672	798
비유동자산	59,076	69,874	73,928	79,048	84,772
유형자산	3,498	4,307	4,377	4,577	4,710
관계기업 등 지분관련 자산	9,789	15,044	19,982	25,413	31,388
기타투자자산	6,488	10,940	11,090	11,141	11,195
자산총계	87,373	119,540	127,930	139,206	154,315
유동부채	21,338	26,276	27,403	28,212	29,776
매입채무 및 기타채무	6,772	9,936	10,309	10,843	11,405
단기차입금	112	1,303	1,356	1,728	2,138
유동성장기부채	2	402	435	505	575
비유동부채	5,638	11,661	12,241	12,015	12,281
장기차입금	74	53	53	63	73
사채	400	3,218	3,218	3,218	3,218
부채총계	29,971	45,262	47,267	48,232	50,462
지배지분	52,254	62,989	69,374	79,686	92,565
자본금	432	443	2,220	2,220	2,220
자본잉여금	50,432	58,331	58,331	58,331	58,331
이익잉여금	1,482	3,163	7,459	17,771	30,650
비지배지분	5,148	11,288	11,288	11,288	11,288
자본총계	57,401	74,277	80,662	90,974	103,853
순차입금	-15,053	-28,194	-30,737	-36,234	-44,135
총차입금	6,932	8,924	9,010	9,513	10,053

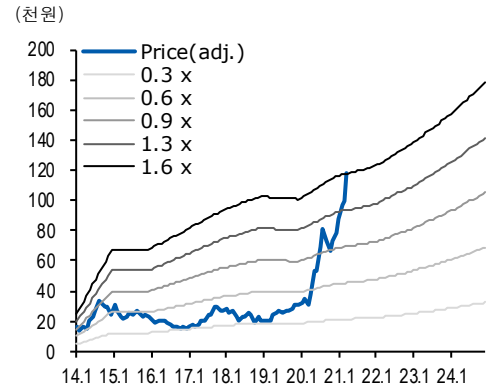
계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-717	355	2,025	2,353	2,931
BPS	12,746	14,647	16,078	18,468	21,452
EBITDAPS	5,069	8,245	2,457	2,782	3,518
SPS	7,313	9,490	12,222	14,745	17,516
DPS	25	30	30	30	30
PER	-35.0	156.6	58.3	50.2	40.3
PBR	2.0	3.8	7.3	6.4	5.5
EV/EBITDA	22.4	31.4	46.3	40.4	31.4
PSR	3.4	5.9	9.7	8.0	6.7

계산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	27.0	35.4	30.5	20.6	18.8
영업이익 증가율 (%)	183.5	120.4	75.1	22.1	34.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	477.4	16.2	24.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.7	11.0	14.7	14.9	16.8
지배순이익률 (%)	-9.8	3.7	16.6	16.0	16.7
EBITDA 마진 (%)	13.9	17.4	20.1	18.9	20.1
ROIC	9.3	7.5	27.7	35.1	49.0
ROA	-3.6	1.5	7.3	7.8	8.9
ROE	-5.8	2.7	13.6	14.0	15.1
부채비율 (%)	52.2	60.9	58.6	53.0	48.6
순차입금/자기자본 (%)	-28.8	-44.8	-44.3	-45.5	-47.7
영업이익/금융비용 (배)	16.1	24.1	45.4	52.4	66.4

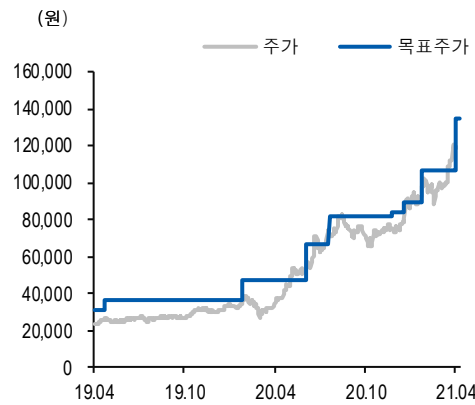
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-22	BUY	135,000	1년		
2021-02-10	BUY	106,800	1년	-4.68	12.83
2021-01-05	BUY	89,200	1년	0.35	6.17
2020-12-14	BUY	84,000	1년	-10.14	-5.71
2020-08-07	BUY	82,000	1년	-9.96	0.49
2020-06-22	BUY	67,000	1년	-4.50	10.60
2020-02-14	BUY	47,400	1년	-16.81	13.92
2019-05-10	BUY	36,000	1년	-21.76	-0.56
2018-11-09	BUY	31,000	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)	0.0
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	7.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-19

※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 투자결정은 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.