

카카오 (035720)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	150,000원 (U)
현재주가 (8/6)	145,500원
상승여력	3%

시가총액	646,690억원
총발행주식수	444,460,230주
60일 평균 거래대금	6,397억원
60일 평균 거래량	4,328,596주
52주 고	169,500원
52주 저	65,900원
외인지분율	31.95%
주요주주	김범수 외 65 인 24.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.6)	26.5	99.9
상대	(6.6)	23.0	43.2
절대(달려환산)	(8.6)	24.7	107.1

청출어람

2Q21 Review

매출액 1조 3,522억원(YoY +42%, QoQ +7%), 영업이익 1,626억원(YoY +66%, QoQ +3%), 지배순이익 3,117억원(YoY +123%, QoQ +39%), 영업이익 시장 기대치 하회

특광고 약 1,000억원(YoY +68%), 커머스(YoY +48%), 모빌리티,페이 등 플랫폼 기타 2,462억원(YoY +73%, QoQ +20%), 웹툰 등 스토리 매출 1,864억원(YoY +57%, QoQ +7%) 전부문 고른 고성장 지속

하반기 전망

특채널 시너지 효과로 성장을 더해가는 특광고, 객단가, 구매횟수 모두 상승중인 커머스 하반기 모두 고성장 지속 전망. 티블루 택시 고성장, 대리 매출 회복, 신규 주차, 퀵서비스 매출 추가로 하반기에도 고성장 예상. 결제는 물론 금융서비스 고성장으로 1분기 흑자 전환된 페이는 하반기에도 빠른 이익개선 예상되며, 특히 '오딘' 흥행에 따른 게임 부문 매출, 이익 급증이 전체 영업이익(률)개선 견인 할 것

목표주가 15만원, 투자의견 HOLD 하향조정

카카오톡은 미래 소비의 주축이 될 MZ세대의 일상(선물하기, 간편송금/결제, 소액투자, 비대면대출, 소액적금, T블루, 게임, 멜론, 웹툰 등)에 침투하여 기존 산업을 잠식하고 있음. 현재는 전체 시장대비 침투율이 아직 미미하거나 수익성이 낮긴하지만, 카카오톡을 통한 소비 경험이 쌓이고 타세대로 확산되고 있어, 기존 각 시장을 대체할 수도 있을 것으로 예상함

카카오톡을 중심으로 다양한 산업에 자회사들이 침투하여 성장하고 있고 주식시장에도 개별 상장하고 있음. 최근 급증한 카카오게임즈와 금일(8/6) 상장한 카카오뱅크는 카카오톡이 만들어낸 각 산업의 게임 체인저로서 높은 밸류에이션 프리미엄을 형성하고 있음.

그러나, 향후 페이, 모빌리티, 엔터, 피코마 등 카카오톡이 길러낸 자회사 상장이 이어질수록 모자 회사간 상장사 이중 카운팅에 대한 디스카운트가 모회사 카카오 기업가치에 반영될 것으로 예상되는 바, 카카오에 대한 투자의견을 HOLD로 하향 조정함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,522	41.9	7.5	13,504	0.1
영업이익	1,626	66.3	3.2	1,796	-9.4
세전계속사업이익	3,497	71.3	9.7	2,788	25.4
지배순이익	3,117	123.0	38.8	1,988	56.8
영업이익률 (%)	12.0	+1.7 %pt	-0.5 %pt	13.3	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	23.0	+8.3 %pt	+5.2 %pt	14.7	+8.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	30,701	41,568	59,522	72,535
영업이익	2,068	4,559	8,658	11,684
지배순이익	-3,010	1,556	12,043	11,743
PER	-35.0	156.6	53.6	55.0
PBR	2.0	3.8	6.7	5.9
EV/EBITDA	22.4	31.4	38.1	32.4
ROE	-5.8	2.7	16.5	13.3

자료: 유안타증권

카카오 기업가치 산정

(단위: 억원)

사업부문 등	지분가치	지분율	부문 가치	부문 가치 산정 방식
광고 (A)	158,969	100%	158,969	2021년 광고 매출액 1.3조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 7.8배에 고정장 프리미엄 50% 적용
커머스 (B)	160,000	100%	160,000	2021년 커머스 거래액 8조원 * 멀티플 2배
카카오페이 (C)	50,325	61%	82,500	결제부문 가치 4.25조원(페이팔 시가총액/결제액=0.34*카카오페이 결제액 12.5조원)+ 결제외 나머지 모바일금융 가치 4조원(토스 피투자가치 8조원 * 50%)
카카오 모빌리티 (D)	23,115	69%	33,500	2021년 칼라일, 구글 투자시 기업밸류 * 1.5배(카카오플랫폼 시너지 프리미엄 50%)
카카오 게임 (E)	10,138	46%	31,438	카카오 게임즈 시가총액 6.3조원 (8/6) * 상장 자회사 할인율 50%
뮤직 (멜론) (F)	36,161	100%	36,161	2021년 예상 매출액 0.63조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 5.7배 적용
카카오페이지 (G)	24,517	64%	38,500	2021년 예상 거래액 0.5조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 최고 PSR 7.7배 적용
피코마 (H)	80,960	92%	88,000	2021년 5월 Anchor Equity 로 부터 6,000억원 자금유치 투자 밸류
카카오 M (I)	13,624	80%	17,000	2020년 3월 Anchor Equity 로 부터 2,100억원 자금유치 투자 밸류 1.7조원 * 1.5배(카카오플랫폼 시너지 프리미엄 50%)
카카오뱅크 (J)	44,979	27%	165,000	카카오뱅크 시총 33조원 * 상장 자회사 할인율 50%
순현금 (K)	10,574	-	-	2Q21 별도 기준 순현금 10,574억원
자기주식 (L)	17,862	-	-	자기주식 12,318,720주 * 14.5만원
기타 관계기업 가치 (M)	11,190	-	11,190	(비상장) 자회사 및 지분투자 회사 순자산가치 1.1조원
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+C+D+E+F+G+ H+I+J+K+M)	664,734	-	-	-
발행주식수	443,523,100	-	-	-
목표주가(원)	149,876	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

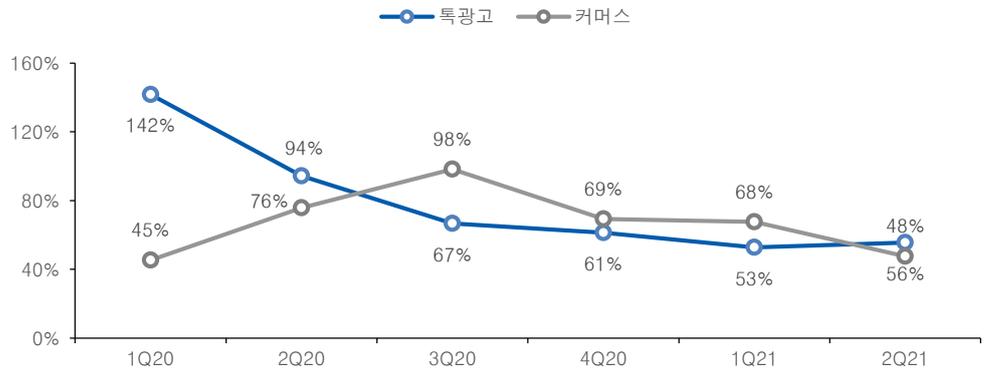
카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
총매출	8,684	9,529	11,004	12,352	12,580	13,522	16,372	17,048	24,170	30,701	41,568	59,536	72,535
YoY	23%	30%	41%	46%	45%	42%	49%	38%	23%	27%	35%	43%	22%
플랫폼부문	4,721	5,166	5,785	6,807	6,955	7,617	7,920	9,119	10,393	14,347	22,479	31,627	41,033
특비즈	2,339	2,572	2,925	3,654	3,736	3,905	4,123	4,656	4,211	6,498	11,490	16,419	20,682
YoY	84%	85%	80%	65%	60%	52%	41%	27%	63%	54%	77%	43%	26%
광고	-	1,361	1,553	1,944	1,894	2,116	2,210	2,488	1,895	3,351	6,097	8,708	10,271
특비즈보드	487	596	720	915	861	1,001	1,047	1,169	-	633	2,718	4,078	4,485
커머스	1,099	1,212	1,372	1,710	1,842	1,788	1,913	2,169	2,316	3,148	5,393	7,711	10,410
포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,227	1,175	1,251	1,151	1,250	4,954	5,236	4,780	4,827	4,868
플랫폼 기타	1,216	1,419	1,649	1,926	2,045	2,462	2,647	3,213	1,227	2,613	6,210	10,381	15,484
YoY	103%	178%	165%	118%	68%	31%	23%	67%	93%	113%	138%	67%	49%
콘텐츠부문	3,963	4,363	5,219	5,544	5,624	5,904	8,451	7,929	13,777	16,354	19,089	27,909	31,502
게임	968	1,075	1,504	1,408	1,303	1,286	3,536	2,653	4,170	3,974	4,955	8,777	9,216
뮤직	1,692	1,687	1,820	1,855	1,846	1,881	1,923	1,968	5,329	5,866	7,053	7,617	7,770
스토리	970	1,190	1,484	1,636	1,747	1,864	2,057	2,135	2,184	2,972	5,280	7,802	10,247
YoY	30%	46%	61%	233%	80%	57%	39%	30%	72%	36%	78%	48%	31%
페이지	689	707	765	829	811	828	892	870	-	2,266	2,990	3,401	3,656
피코마	282	482	719	807	936	1,036	1,165	1,265	-	707	2,290	4,401	6,591
미디어	333	412	411	646	729	874	935	1,174	2,095	3,541	1,801	3,713	4,269
YoY	-62%	-50%	-54%	-32%	119%	112%	127%	82%	5%	69%	-49%	35%	15%
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,852	11,004	11,896	13,894	14,069	23,440	28,633	37,007	50,863	60,852
인건비	1,987	2,165	2,393	2,655	2,929	3,010	3,046	3,138	5,419	7,015	9,199	12,123	14,323
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,916	4,930	5,303	6,999	6,685	10,795	13,680	17,464	23,916	29,112
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,445	1,649	1,705	1,867	3,144	3,601	4,577	6,667	8,122
마케팅비	299	385	763	875	672	911	1,031	1,234	1,873	1,513	2,323	3,848	4,594
상각비	587	616	668	782	792	788	819	844	1,381	2,206	2,653	3,242	3,400
기타	191	223	203	174	236	234	295	302	829	618	791	1,067	1,300
영업이익	882	978	1,202	1,499	1,575	1,626	2,477	2,980	729	2,068	4,561	8,673	11,684
영업이익률	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.5%	12.0%	15.1%	17.5%	3.0%	6.7%	11.0%	14.6%	16.1%
YoY	219%	142%	103%	88%	79%	66%	106%	99%	-55.9%	183.5%	120.6%	90.1%	34.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

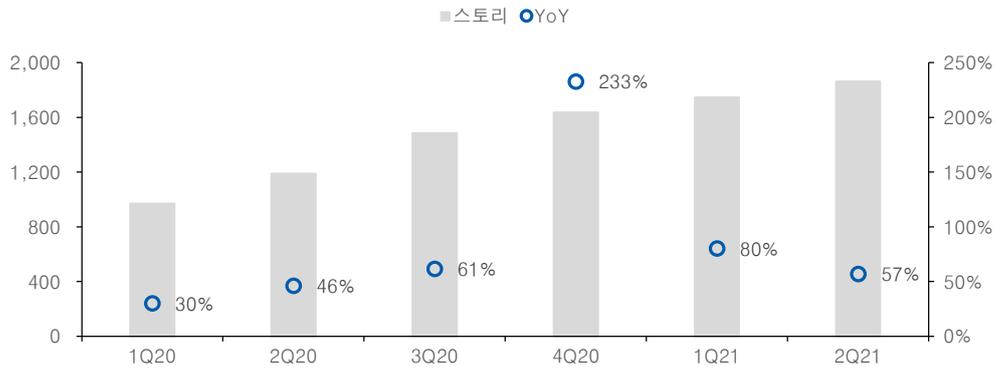
1Q20~2Q21 특광고 매출액 & 커머스 매출액 YoY 성장률



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

1Q20~2Q21 카카오 스토리 매출액 YoY 성장률

(단위: 억원)



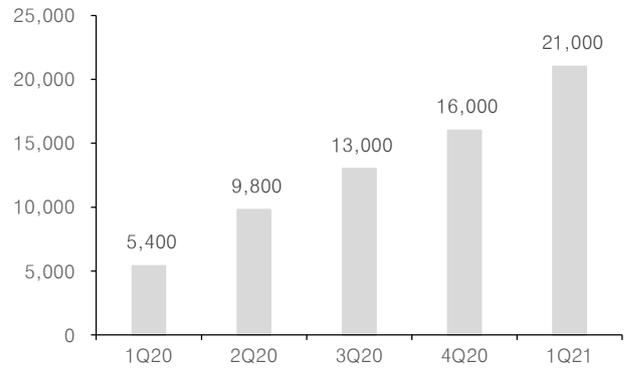
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

1Q20~2Q21 모빌리티,페이 등 플랫폼 기타 매출액 YoY 성장률



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오 T 블루 택시수 1Q20~1Q21



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	30,701	41,568	59,522	72,535	86,532
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	30,701	41,568	59,522	72,535	86,532
판매비	28,633	37,010	50,863	60,852	71,144
영업이익	2,068	4,559	8,658	11,684	15,388
EBITDA	4,256	7,223	16,354	18,969	21,771
영업외손익	-4,410	-416	7,377	3,951	4,066
외환관련손익	132	66	0	0	0
이자손익	189	45	198	242	289
관계기업관련손익	-198	87	5,672	2,340	2,574
기타	-4,534	-613	1,507	1,368	1,203
법인세비용차감전순손익	-2,343	4,143	16,035	15,634	19,453
법인세비용	1,077	2,409	3,464	3,377	4,202
계속사업순손익	-3,419	1,734	12,571	12,257	15,251
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,419	1,734	12,571	12,257	15,251
지배지분순이익	-3,010	1,556	12,043	11,743	14,611
포괄순이익	-3,461	3,336	14,953	14,639	17,633
지배지분포괄이익	-3,043	2,816	14,574	14,268	17,187

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	7,527	9,711	19,456	20,340	22,137
당기순이익	0	0	10,173	12,257	15,251
감가상각비	1,391	1,757	6,463	1,871	1,871
외환손익	0	26	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-53	-2,120	-6,013	-2,340	-2,574
자산부채의 증감	3,708	1,833	330	-960	-1,020
기타현금흐름	2,480	8,215	8,504	9,511	8,609
투자활동 현금흐름	-4,142	-12,607	-16,114	-7,893	-9,420
투자자산	-6,961	-2,768	-11,513	-5,703	-6,274
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,064	-1,831	-1,888	-1,888	-1,888
유형자산 감소	71	143	18	18	18
기타현금흐름	3,812	-8,151	-2,730	-319	-1,275
재무활동 현금흐름	3,222	13,054	19,183	7,030	7,089
단기차입금	-1,282	1,083	332	587	646
사채 및 장기차입금	369	3,867	5,325	80	80
자본	2,999	0	7,270	0	0
현금배당	-103	-133	-158	-51	-51
기타현금흐름	1,238	8,237	6,414	6,414	6,414
연결범위변동 등 기타	105	-397	-14,202	-9,639	-9,371
현금의 증감	6,712	9,761	8,323	9,838	10,436
기초 현금	12,470	19,182	28,943	37,266	47,104
기말 현금	19,182	28,943	37,266	47,104	57,540
NOPLAT	3,018	4,559	8,658	11,684	15,388
FCF	6,463	7,879	17,567	18,451	20,249

자료: 유안타증권

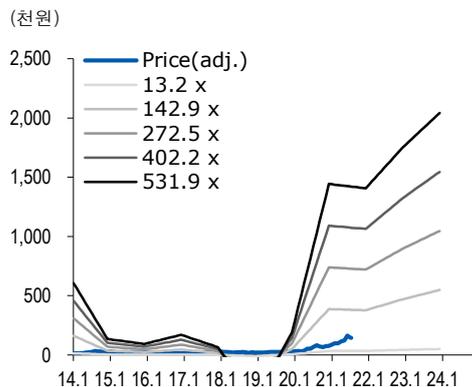
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	28,297	44,629	65,682	75,269	87,167
현금및현금성자산	19,182	28,775	37,266	47,104	57,540
매출채권 및 기타채권	3,878	4,670	5,640	5,929	6,658
재고자산	494	458	526	642	765
비유동자산	59,076	69,874	83,193	86,619	91,801
유형자산	3,498	4,307	0	0	0
관계기업등 지분관련자산	9,789	15,044	26,926	34,969	43,817
기타투자자산	6,488	10,940	10,390	10,439	10,490
자산총계	87,373	119,540	158,263	171,464	188,735
유동부채	21,338	26,276	28,063	29,138	30,918
매입채무 및 기타채무	6,772	9,936	9,425	9,896	10,391
단기차입금	112	1,303	1,301	1,889	2,535
유동성장기부채	2	402	426	496	566
비유동부채	5,638	11,661	19,770	19,596	19,889
장기차입금	74	53	1,088	1,098	1,108
사채	400	3,218	8,326	8,326	8,326
부채총계	29,971	45,262	59,448	60,930	63,613
지배지분	52,254	62,989	82,674	94,394	108,982
자본금	432	443	445	445	445
자본잉여금	50,432	58,331	66,304	66,304	66,304
이익잉여금	1,482	3,163	12,488	24,207	38,795
비지배지분	5,148	11,288	16,140	16,140	16,140
자본총계	57,401	74,277	98,814	110,534	125,122
순차입금	-15,053	-28,194	-39,858	-48,258	-58,443
총차입금	6,932	8,924	15,658	16,375	17,151

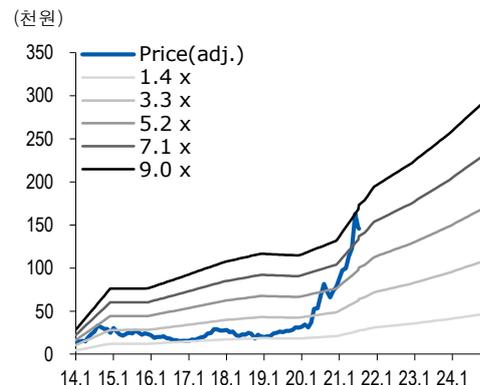
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-717	355	2,713	2,645	3,291
BPS	12,746	14,647	21,623	24,689	28,504
EBITDAPS	5,069	8,245	3,684	4,274	4,905
SPS	7,313	9,490	13,408	16,339	19,492
DPS	25	30	6	6	6
PER	-35.0	156.6	53.6	55.0	44.2
PBR	2.0	3.8	6.7	5.9	5.1
EV/EBITDA	22.4	31.4	38.1	32.4	27.8
PSR	3.4	5.9	10.9	8.9	7.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	27.0	35.4	43.2	21.9	19.3
영업이익 증가율 (%)	183.5	120.4	89.9	34.9	31.7
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	673.9	-2.5	24.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.7	11.0	14.5	16.1	17.8
지배순이익률 (%)	-9.8	3.7	20.2	16.2	16.9
EBITDA 마진 (%)	13.9	17.4	27.5	26.2	25.2
ROIC	9.3	7.5	33.9	59.9	118.6
ROA	-3.6	1.5	8.7	7.1	8.1
ROE	-5.8	2.7	16.5	13.3	14.4
부채비율 (%)	52.2	60.9	60.2	55.1	50.8
순차입금/자기자본 (%)	-28.8	-44.8	-48.2	-51.1	-53.6
영업이익/금융비용 (배)	16.1	24.1	0.0	0.0	0.0

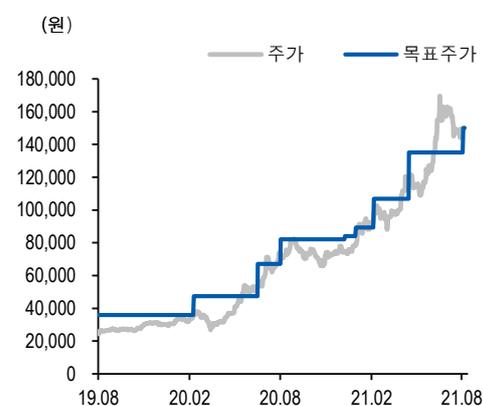
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-09	HOLD	150,000	1년		
2021-04-22	BUY	135,000	1년	2.19	25.56
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

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)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-04

※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.