

카카오 (035720)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	158,000원 (U)
현재주가 (11/4)	130,000원
상승여력	22%

시가총액	578,970억원
총발행주식수	445,361,320주
60일 평균 거래대금	5,161억원
60일 평균 거래량	3,968,532주
52주 고	169,500원
52주 저	71,100원
외인지분율	30.69%
주요주주	김범수 외 65 인 24.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.6	(13.0)	80.8
상대	12.9	(4.4)	42.9
절대(달러환산)	12.2	(15.9)	73.9

규제에도 성장은 만발

3Q21 Review

매출액 1조 7,408억원 YoY +58%, QoQ +29%, 영업이익 1,682억원 YoY +40%, QoQ +3%, 지배순이익 7,791억원 YoY +511%, QoQ +150%. 마케팅비 급증 및 매출변동비(율) 증가로 영업이익 시장컨센서스 하회

4분기 및 2022년 전망

비즈톡(일반광고)-톡채널(개별광고)-커머스(구매) 선순환 구조 4분기 성수기 효과 전망.

해외 K콘텐츠 IP 공급원인 카카오페이지의 3Q21 거래액 1,307억원 YoY 41% 급증, 유럽진출 예정인 일본 픽코마 3Q21 거래액 1,740억원 YoY 93% 고성장 중. 향후 지역 성장확대, 드라마 등 2차판권으로 확대 시 성장 가속화 전망

두나무의 하이브 지분스왑(5.6%) 및 전략적 제휴를 통한 NFT 시장진출 등 미래 성장을 위한 광폭행보 미래 가치 상승 기대. NFT 및 가상화폐 유통을 위한 플랫폼이 이미 구축되어 있어 정부규제 및 제도만 보완된다면 이 시장의 가장 앞선 플레이어가 될 것으로 기대

투자의견 BUY, 목표주가 158,000원으로 상향

상장된 자회사들의 상승된 시장가치를 반영하여 목표주가를 158,000원으로 상향하고, 투자의견 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,408	58.2	28.7	16,435	5.9
영업이익	1,682	39.9	3.4	2,216	-24.1
세전계속사업이익	10,718	496.8	206.5	3,431	212.4
지배순이익	7,791	511.0	150.0	2,455	217.3
영업이익률 (%)	9.7	-1.2 %pt	-2.3 %pt	13.5	-3.8 %pt
지배순이익률 (%)	44.8	+33.2 %pt	+21.8 %pt	14.9	+29.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	30,701	41,568	60,992	78,425
영업이익	2,068	4,559	6,632	9,272
지배순이익	-3,010	1,556	21,369	12,822
PER	-35.0	156.6	27.1	45.2
PBR	2.0	3.8	6.5	5.7
EV/EBITDA	22.4	31.4	57.9	32.6
ROE	-5.8	2.7	28.6	13.8

자료: 유안타증권

3Q21 Review

매출액 1조 7,408억원 YoY +58%, QoQ +29%, 영업이익 1,682억원 YoY +40%, QoQ +3%, 지배순이익 7,791억원 YoY +511%, QoQ +150%. 마케팅비 급증 및 매출변동비(율) 증가로 영업이익 시장컨센서스 하회

비즈톡(YoY +53%)과 특채널(YoY +64%) 광고 시너지 효과로 특광고 2,203억원 YoY +42%, 커머스 1,846억원 YoY +35%, 모빌리티&페이 등 2,547억원 YoY +54%, 게임 4,631억원 YoY +208%(오딘 3분기 평균 일매출액 35억원 추정), 스토리 2,188억원 YoY +47%(페이지거래액 YoY +41%, 피코마거래액 YoY +52%), 미디어 831억원 YoY +102%

매출변동비 8,058억원 매출액 대비 46.3%로 Q-Q 7.1%pt 증가, 마케팅비 1,481억원 매출액 대비 1.8%pt 증가하며, 영업이익률 전분기 대비 2.4%pt 하락한 9.7% 기록

영업외부문의 기타수익 7,996억원은 카카오뱅크 상장에 따른 시가평가 및 지분을 하락을 회계상 처분이익으로 반영하였고, 두나무 및 카카오뱅크 등 지분법손익은 1,712억원을 기록, 영업외수익 증가에 기여

4분기 및 2022년 전망

비즈톡(일반광고)-특채널(개별광고)-커머스(구매)로 이어지는 카카오톡 플랫폼내 선순환 구조가 안착되어 4분기 성수기 효과가 온전히 나타날 전망. 선물하기 배송상품 및 고가상품 비중 확대(P상승), 지그재그 등 커머스 볼륨 증가로 2022년에도 광고-커머스의 카카오 내 사업부문은 고성장을 지속할 것으로 전망

카카오게임즈 ‘오딘’ 높은 일매출의 견조한 유지, 신규 NFT, 메타버스 관련 게임 출시(계획)등 기업가치 상승 중에 있고, 카카오페이드 문제되었던 ‘금소법’ 규제 이슈 해결로 대출 및 금융상품비교판매의 고성장 및 결제 매출 고성장으로 자회사 가치도 높은 수준을 형성, 모회사 카카오 기업가치의 버팀목이 되어줄 것으로 기대

국내 규제의 궁극적인 해결 방안인 해외매출도 진입장벽이 낮은 웹툰 콘텐츠 중심으로 가속화. 이로 인해 해외 K콘텐츠 IP 공급원인 카카오페이지의 3Q21 거래액 1,307억원 YoY 41% 급증, 유럽진출 예정인 일본 피코마 3Q21 거래액 1,740억원 YoY 93% 고성장 중. 향후 지역성장확대, 드라마 등 2차판권으로 확대 시 성장 가속화 전망

또한, 11월4일 하이브와의 지분스왑으로 20조원의 기업가치를 인정받은 19% 계열회사 두나무의 하이브 지분스왑(5.6%) 및 전략적 제휴를 통한 NFT 시장진출 등 미래 성장을 위한 광폭행보를 하고 있어 미래 가치 상승 기대. 카카오도 가상화폐 플랫폼 ‘클레이튼’ 및 NFT 전시/유통 서비스 ‘클립드롭스(Klip Drops) 등을 통해 NFT 및 가상화폐 유통을 위한 플랫폼이 이미 구축되어 있어 정부규제 및 제도만 보완된다면 이 시장의 가장 앞선 플레이어가 될 것으로 기대

투자의견 BUY, 목표주가 158,000원으로 상향

상장된 자회사들의 상승된 시장가치를 반영(카카오게임즈 30%, 카카오뱅크, 카카오 페이 각각 50% 모/자회사 더블 상장에 대한 디스카운트 적용)하여 목표주가를 158,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지함

카카오 실적 추정									(단위: 억원)				
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
총매출	8,684	9,529	11,004	12,352	12,580	13,522	17,408	17,482	30,701	41,568	60,992	78,425	94,476
YoY	23%	30%	41%	46%	45%	42%	58%	42%	27%	35%	47%	29%	20%
플랫폼부문	4,721	5,166	5,785	6,807	6,955	7,617	7,787	8,562	14,347	22,479	30,922	39,276	47,332
특비즈	2,339	2,572	2,925	3,654	3,736	3,905	4,049	4,560	6,498	11,490	16,249	20,632	24,660
특광고	1,240	1,361	1,553	1,944	1,894	2,116	2,203	2,433	3,351	6,097	8,645	10,671	12,409
커머스	1,099	1,212	1,372	1,710	1,842	1,788	1,846	2,127	3,148	5,393	7,603	9,961	12,251
YoY	45%	76%	98%	69%	68%	48%	35%	24%	36%	71%	41%	31%	23%
포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,227	1,175	1,251	1,192	1,258	5,236	4,780	4,875	4,956	5,031
플랫폼 기타	1,216	1,419	1,649	1,926	2,045	2,462	2,547	2,745	2,613	6,210	9,798	13,688	17,641
콘텐츠부문	3,963	4,363	5,219	5,544	5,624	5,904	9,621	8,920	16,354	19,089	30,069	39,149	47,143
게임	968	1,075	1,504	1,408	1,303	1,286	4,631	3,553	3,974	4,955	10,772	15,620	18,431
뮤직	1,692	1,687	1,820	1,855	1,846	1,881	1,971	2,026	5,866	7,053	7,723	8,109	8,434
스토리	970	1,190	1,484	1,636	1,747	1,864	2,188	2,371	2,972	5,280	8,169	11,504	15,971
미디어	333	412	411	646	729	874	831	971	3,541	1,801	3,405	3,916	4,307
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,852	11,004	11,896	15,726	15,733	28,633	37,007	54,359	69,153	81,956
인건비	1,987	2,165	2,393	2,655	2,929	3,010	3,072	3,447	7,015	9,199	12,458	15,531	18,263
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,916	4,930	5,303	8,058	7,474	13,680	17,464	25,765	33,674	40,056
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,445	1,649	1,978	2,075	3,601	4,577	7,147	9,190	11,071
마케팅비	299	385	763	875	672	911	1,481	1,560	1,513	2,323	4,624	5,827	6,949
상각비	587	616	668	782	792	788	891	902	41,278	40,863	40,252	43,615	47,259
기타	191	223	203	174	236	234	247	275	618	791	993	1,277	1,538
영업이익	882	978	1,202	1,499	1,575	1,626	1,682	1,749	2,068	4,561	6,632	9,272	12,520
영업이익률	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.5%	12.0%	9.7%	10.0%	6.7%	11.0%	10.9%	11.8%	13.3%
YoY	219%	142%	103%	88%	79%	66%	40%	17%	183.5%	120.6%	45.4%	39.8%	35.0%

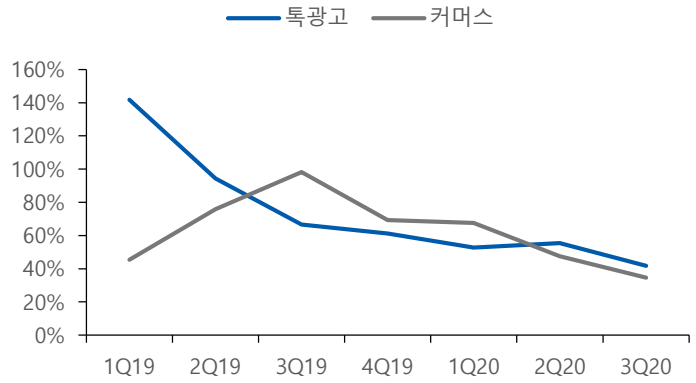
자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 목표주가 산정내역 (단위: 억원)				
사업부문 등	지분가치	지분율	부문가치	부문 가치산정 방식
광고 (A)	216,560	100%	216,560	2021년 광고 매출액 1.3조원 * 유사 기업 2021년 평균 PSR 8배에 고성장 프리미엄 100% 적용
커머스 (B)	90,000	100%	90,000	2021년 커머스 거래액 6조원(선물하기 3.8조원 + 지그재그 1조원 + 카카오 쇼핑 등 1.2조원) * 멀티플 1.5배
카카오페이 (C)	68,750	55%	125,000	카카오 페이 시가총액 25조원 (11/4) * 상장 자회사 할인율 50%
카카오 모빌리티 (D)	22,991	59%	39,300	1H 21 매출액 * Uber 1H 21 PSR , 구글 3.2조원 ,GS 4조원
카카오 게임 (E)	14,618	45%	46,200	카카오 게임즈 시가총액 6.6조원 (11/4) * 상장 자회사 할인율 30%
뮤직 (멜론) (F)	41,894	100%	41,894	2021년 예상 매출액 0.76조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 5.5배 적용
카카오페이지 (G)	19,675	64%	30,897	2021년 예상 매출액 0.34조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 최고 PSR 9배 적용
피코마 (H)	80,168	91%	88,000	"2021년 5월 Anchor Equity 로 부터 6,000억원 자금유치 투자 밸류 21년 매출액 0.47조원*PSR 18.7"
카카오 M (I)	23,140	80%	28,875	"2020년 3월 Anchor Equity 로 부터 2,100억원 자금유치 투자 밸류 1.7조원 21년 매출액 0.35조원 * 글로벌 콘텐츠 기업 2021년 평균 PSR 5.5배 * 고성장프리미엄 50% 적용 "
카카오뱅크 (J)	38,164	27%	140,000	카카오뱅크 시총 28조원(11/4) * 상장 자회사 할인율 50%
순현금 (K)	17,084			3Q21 별도 기준 순현금 17,084억원
자기주식 (L)	16,014			자기주식 12,318,720주 * 13만원
기타 관계기업 가치 (M)	12,770		12,770	(비상장) 자회사 및 지분투자 회사 순자산가치 1.28조원
두나무 가치 (N)	38,000	19.00%	200,000	11/4 하이브와의 지분스왑시 평가가치 20조원
기업가치 (A+B+C+D+E+F+G+H+I+J+K+M)"	699,828			
발행주식수	443,523,100			
목표주가	157,788			

자료: 유안타증권 리서치센터

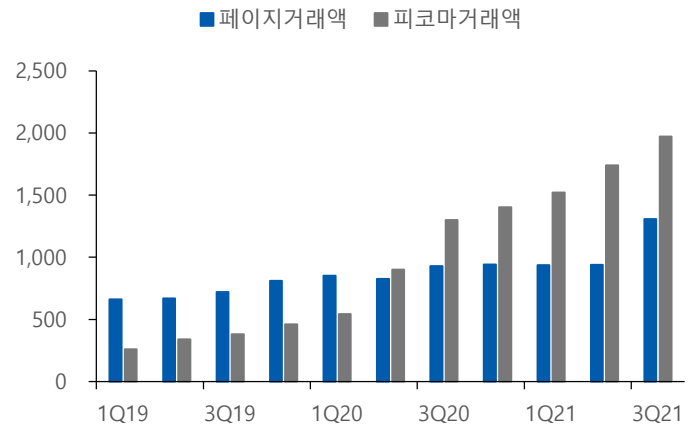
Key Chart

특광고 & 커머스 YoY 성장률



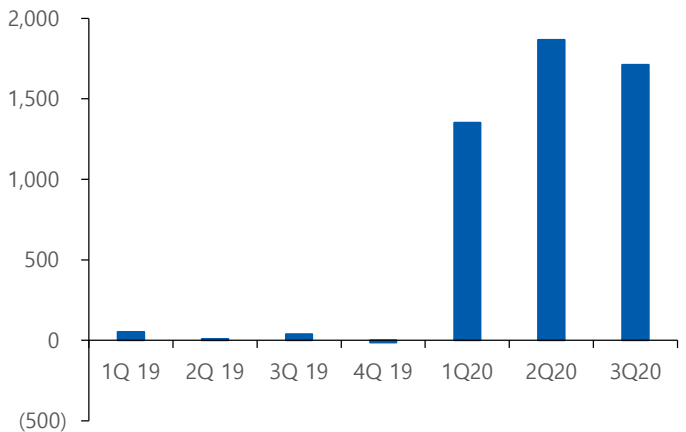
자료: 유안타증권 리서치센터

카카오페이지 & 픽코마 거래액 (억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

카카오페이지 & 픽코마 거래액 (억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	30,701	41,568	60,992	78,425	94,476
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	30,701	41,568	60,992	78,425	94,476
판매비	28,633	37,010	54,359	69,153	81,956
영업이익	2,068	4,559	6,632	9,272	12,520
EBITDA	4,256	7,223	9,896	17,571	19,602
영업외손익	-4,410	-416	22,032	7,928	8,794
외환관련손익	132	66	0	0	0
이자손익	189	45	206	205	186
관계기업관련손익	-198	87	6,488	2,854	3,140
기타	-4,534	-613	15,339	4,869	5,468
법인세비용차감전순손익	-2,343	4,143	28,665	17,200	21,314
법인세비용	1,077	2,409	5,772	3,463	4,292
계속사업순손익	-3,419	1,734	22,893	13,737	17,022
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,419	1,734	22,893	13,737	17,022
지배지분순이익	-3,010	1,556	21,369	12,822	15,889
포괄순이익	-3,461	3,336	26,995	14,192	17,524
지배지분포괄이익	-3,043	2,816	23,165	12,179	15,038

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	26,317	23,477	25,347
당기순이익	0	0	17,335	13,737	17,022
감가상각비	1,391	1,757	2,023	1,000	1,000
외환손익	0	26	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-53	-2,120	-7,534	-2,854	-3,140
자산부채의 증감	3,708	1,833	2,373	-756	-669
기타현금흐름	2,480	8,215	12,120	12,350	11,133
투자활동 현금흐름	-4,142	-12,607	-48,493	-22,145	-25,052
투자자산	-6,961	-2,768	-27,833	-19,501	-21,452
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,064	-1,831	-2,948	-1,584	-1,584
유형자산 감소	71	143	81	81	81
기타현금흐름	3,812	-8,151	-17,792	-1,140	-2,097
재무활동 현금흐름	3,222	13,054	31,138	15,743	15,727
단기차입금	-1,282	1,083	7,832	-159	-175
사채 및 장기차입금	369	3,867	7,583	77	77
자본	2,999	0	1	0	0
현금배당	-103	-133	-158	-54	-54
기타현금흐름	1,238	8,237	15,880	15,880	15,880
연결범위변동 등 기타	105	-397	-16,398	-17,590	-19,433
현금의 증감	6,712	9,761	-7,435	-515	-3,411
기초 현금	12,470	19,182	28,943	21,508	20,994
기말 현금	19,182	28,943	21,508	20,994	17,583
NOPLAT	3,018	4,559	6,632	9,272	12,520
FCF	6,463	7,879	23,370	21,893	23,763

자료: 유안타증권

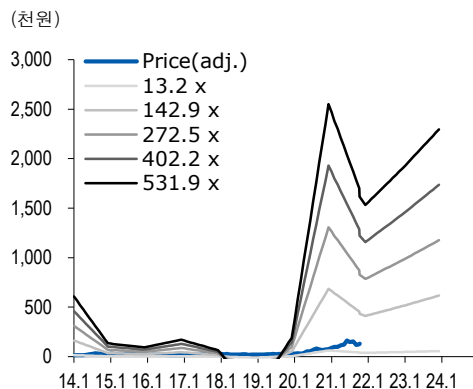
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	28,297	44,629	58,044	53,865	52,234
현금및현금성자산	19,182	28,775	21,508	20,994	17,583
매출채권 및 기타채권	3,878	4,670	5,777	6,445	7,318
재고자산	494	458	509	655	789
비유동자산	59,076	69,874	109,885	125,747	145,075
유형자산	3,498	4,307	5,662	6,165	6,669
관계기업 등 지분관련 자산	9,789	15,044	41,170	63,526	88,117
기타투자자산	6,488	10,940	12,985	13,038	13,094
자산총계	87,373	119,540	176,077	187,923	205,786
유동부채	21,338	26,276	40,665	39,188	40,299
매입채무 및 기타채무	6,772	9,936	11,922	12,518	13,144
단기차입금	112	1,303	9,186	9,026	8,851
유동성장기부채	2	402	1	71	141
비유동부채	5,638	11,661	22,349	22,344	22,674
장기차입금	74	53	3,103	3,110	3,117
사채	400	3,218	8,321	8,321	8,321
부채총계	29,971	45,262	73,664	72,713	74,714
지배지분	52,254	62,989	86,330	99,126	114,989
자본금	432	443	446	446	446
자본잉여금	50,432	58,331	65,253	65,253	65,253
이익잉여금	1,482	3,163	16,762	29,558	45,422
비지배지분	5,148	11,288	16,083	16,083	16,083
자본총계	57,401	74,277	102,413	115,209	131,072
순차입금	-15,053	-28,194	-22,518	-21,438	-18,835
총차입금	6,932	8,924	24,906	24,874	24,826

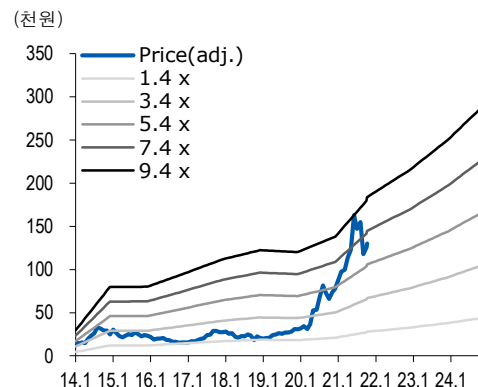
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-717	355	4,798	2,879	3,568
BPS	12,746	14,647	19,936	22,891	26,554
EBITDAPS	5,069	8,245	2,222	3,945	4,401
SPS	7,313	9,490	13,695	17,609	21,213
DPS	25	30	6	6	6
PER	-35.0	156.6	27.1	45.2	36.4
PBR	2.0	3.8	6.5	5.7	4.9
EV/EBITDA	22.4	31.4	57.9	32.6	29.4
PSR	3.4	5.9	9.5	7.4	6.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	27.0	35.4	46.7	28.6	20.5
영업이익 증가율 (%)	183.5	120.4	45.5	39.8	35.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	1,273.1	-40.0	23.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.7	11.0	10.9	11.8	13.3
지배순이익률 (%)	-9.8	3.7	35.0	16.4	16.8
EBITDA 마진 (%)	13.9	17.4	16.2	22.4	20.7
ROIC	9.3	7.5	20.2	28.2	52.7
ROA	-3.6	1.5	14.5	7.0	8.1
ROE	-5.8	2.7	28.6	13.8	14.8
부채비율 (%)	52.2	60.9	71.9	63.1	57.0
순차입금/자기자본 (%)	-28.8	-44.8	-26.1	-21.6	-16.4
영업이익/금융비용 (배)	16.1	24.1	0.0	0.0	0.0

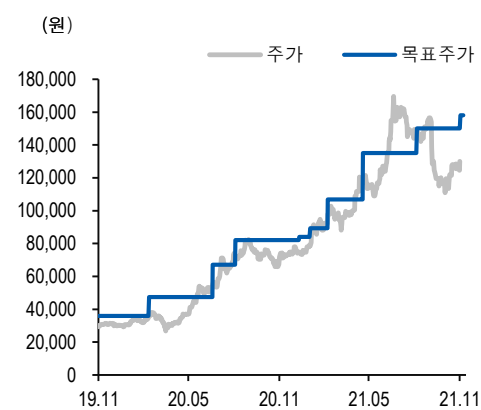
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-05	BUY	158,000	1년		
2021-10-20	BUY	150,000	1년	-11.91	4.33
2021-08-09	HOLD	150,000	1년	-11.00	-
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

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)	91.1
Hold(중립)	8.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-02

※해의 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.