



카카오 (035720)

콘텐츠 사업의 글로벌 진출 시동

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 170,000원

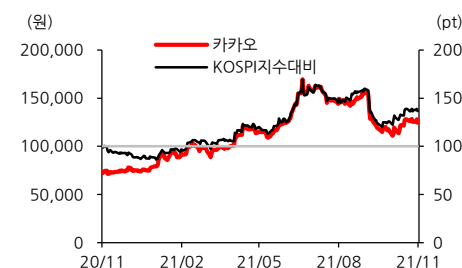
현재 주가(11/4)	130,000원
상승여력	▲30.8%
시가총액	578,970억원
발행주식수	445,361천주
52 주 최고가 / 최저가	169,500 / 71,355원
90 일 일평균 거래대금	5,152.28억원
외국인 지분율	30.7%
주주 구성	
김범수 (외 66 인)	24.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.6	-13.0	12.6	80.2
상대수익률(KOSPI)	12.8	-4.0	17.8	53.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,070	4,157	6,012	7,240
영업이익	207	456	686	972
EBITDA	426	722	998	1,283
지배주주순이익	-301	156	1,594	1,089
EPS	-721	354	3,594	2,453
순차입금	-1,419	-3,100	-4,762	-5,746
PER	-42.8	220.9	36.2	53.0
PBR	2.5	5.5	6.8	6.0
EV/EBITDA	27.8	43.4	53.2	40.7
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.0
ROE	-5.8	2.7	21.5	12.0

주가 추이



동사의 3 분기 매출액은 고성장세가 지속됐지만, 영업이익은 대규모 마케팅과 글로벌 사업 투자 확대에 의해 시장 기대치를 하회했습니다.

3분기 실적 영업이익 기준 컨센서스 하회

동사의 3분기 실적은 매출액 1.74조 원, 영업이익 1682억 원을 기록하며, 매출액은 컨센서스 대비 6% 상회, 영업이익은 24% 하회했다. 특히 매출이 비즈보드와 톡채널의 선순환 효과가 반영되며 전년동기 대비 38% 증가했지만, 거래형과 광고형 매출 성장률이 전분기 대비 각각 3.1%, 4.1%에 그친 점은 아쉽다. 플랫폼 기타 매출액은 전년동기 대비 54% 증가했는데, T블루 택시 매출 증가와 페이 거래액 확대에 기인한다. 국내외 스토리 플랫폼 거래액은 47% 증가, 전세계 앱매출 순위 6위를 기록한 픽코마 거래액은 52% 증가했다. 오딘 흥행으로 인해 게임 부문 매출이 전년동기 대비 208% 성장했다. 마케팅비는 신작 게임 관련 공격적인 프로모션과 스토리 사업의 글로벌 투자 확대에 전분기 대비 65% 늘어났으며, 이에 따라 영업이익률은 9.7%로 낮아졌다.

픽코마의 유럽 시장 진출, 엔터 법인의 해외 시장 성과 기대

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출액 1.66조 원, 영업이익 1980억 원을 전망한다. 특히 매출액은 비즈보드 성과형 광고주 뿐만아니라 브랜딩 광고주들의 확대가 지속되며 전년동기 대비 22% 증가할 것으로 전망한다. 픽코마는 일본 시장 성공 노하우를 기반으로 프랑스를 필두로 한 유럽에 신규 플랫폼을 출시할 계획이다. 이는 북미 지역의 타파스와 래디쉬, 그리고 기존의 카카오엔터 오리지널IP를 통한 크로스보더 시너지가 기대되는 부분이다. 이를 통해 4분기 스토리 부문 매출액은 전년동기 대비 43% 증가하며 고성장 추세가 유지될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 17만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 회사는 각종 규제와 골목상권 이슈에 대응한 다양한 상생안을 준비 중이다. 단기적으로는 상생 비용 부담에 따라 재무적 영향이 있을 수 있지만, 최악의 시기는 지나갔다. 또한, 각 파트너들과의 안정적인 협력 관계 구축 후에는 오히려 동사의 장기적인 성장 발판 마련이라는 긍정적인 효과가 예상된다. 콘텐츠 사업의 해외 진출 성과 기대감을 높일 시기라고 판단한다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	868	953	1,100	1,235	1,258	1,352	1,741	1,662	3,070	4,157	6,012	7,240
YoY (%)	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	41.9	58.2	34.5	27.0	35.4	44.6	20.4
플랫폼부문	472	517	579	681	696	762	779	850	1,435	2,248	3,086	3,793
특비즈	234	257	293	365	374	390	405	447	650	1,149	1,616	2,140
포털비즈	117	117	121	123	117	125	119	121	524	478	483	486
플랫폼기타	122	142	165	193	205	246	255	282	261	621	987	1,167
콘텐츠부문	396	436	522	554	562	590	962	812	1,635	1,909	2,927	3,447
뮤직	169	169	182	185	185	188	197	192	587	705	762	794
스토리	97	119	148	164	175	186	219	234	297	528	814	1,093
게임	97	107	150	141	130	129	463	291	397	495	1,013	1,164
미디어	33	41	41	65	73	87	83	95	354	180	339	395
YOY 성장률												
플랫폼부문					47%	47%	35%	25%	38%	57%	37%	23%
특비즈					60%	52%	38%	22%	54%	77%	41%	32%
포털비즈					1%	7%	-2%	-1%	6%	-9%	1%	1%
플랫폼기타					68%	74%	54%	46%	113%	138%	59%	18%
콘텐츠부문					42%	35%	84%	46%	19%	17%	53%	18%
뮤직					9%	11%	8%	4%	10%	20%	8%	4%
스토리					80%	57%	47%	43%	36%	78%	54%	34%
게임					35%	20%	208%	106%	-5%	25%	104%	15%
미디어					119%	112%	102%	48%	69%	-49%	88%	17%
영업비용	780	855	980	1,085	1,100	1,190	1,573	1,464	2,863	3,701	5,326	6,268
YoY (%)	15.0	23.5	35.4	41.3	41.0	39.1	60.4	34.8	22.2	29.3	43.9	17.7
인건비	199	217	239	266	293	301	307	332	702	920	1,233	1,511
매출연동비	382	409	464	492	493	530	806	681	1,368	1,746	2,510	2,896
외주/인프라	92	107	114	145	144	165	198	191	360	458	698	796
마케팅비	30	39	76	88	67	91	148	141	151	232	447	597
상각비	59	62	67	78	79	79	89	94	221	265	341	359
기타	19	22	20	17	24	23	25	25	62	79	97	109
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.7	157.5	162.6	168.2	198.0	207	456	686	972
YoY (%)	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	66.3	39.9	32.3	183.5	120.4	50.6	41.7
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.0	9.7	11.9	6.7	11.0	11.4	13.4
당기순이익	80	145	144	-195	240	316	866	288	-340	173	1707	1183
YoY (%)	355	369	179	적유	200	118	503	흑전	적전	흑전	884.5	-30.7
순이익률(%)	9.2	15.2	13.1	-15.8	19.1	23.4	49.8	17.4	-11.1	4.2	28.4	16.3

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
포털 적정가치	2,310	순이익률 25% 가정 글로벌 포털 평균 PER에 10% 할인
22E 매출액	486	
22E 순이익	122	
Target PER(배)	19.0	
특비즈 적정가치	31,782	순이익률 45% 가정 페이스북 PER에 50% 할증 적용
22E 매출액	2,140	
22E 순이익	963	
Target PER(배)	33.0	
게임즈 지분가치	2,436	시가총액에 20% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	1,503	22E 매출액에 우버, 리프트 평균 PSR 대비 20% 할인 적용
기업가치	2,473	
지분율	61%	
재팬(픽코마) 지분가치	10,382	22E 거래액에 넷플릭스 가입자 고성장 시기 PSR 적용
기업가치	11,200	
지분율	93%	
뱅크 지분가치	2,312	시가총액에 20% 할인
기업가치	7,225	
지분율	32%	
페이 지분가치	12,258	시가총액에 20% 할인
기업가치	20,128	
지분율	61%	
카카오엔터 지분가치	6,508	페이지 5.5 조, M 3 조, 래디쉬/타파스 합산
기업가치	9,500	
지분율	69%	
두나무 지분가치	4,500	예상 순이익 2 조에 PER 15배 적용
기업가치	30,000	
지분율	15%	
순현금	1,400	별도기준
적정 기업가치	75,390	
발행 주식 수(천 주)	443,523	
적정 주가(원)	169,980	
목표 주가(원)	170,000	
현재 주가(원)	130,000	
상승 여력	30.8%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,417	3,070	4,157	6,012	7,240
매출총이익	2,417	3,070	4,157	6,012	7,240
영업이익	73	207	456	686	972
EBITDA	208	426	722	998	1,283
순이자손익	33	20	19	70	119
외화관련손익	22	13	7	0	0
지분법손익	21	1	293	695	524
세전계속사업손익	131	-234	414	2,177	1,821
당기순이익	16	-342	173	1,707	1,183
지배주주순이익	48	-301	156	1,594	1,089
증가율(%)					
매출액	22.5	27.0	35.4	44.6	20.4
영업이익	-55.9	183.5	120.4	50.6	41.7
EBITDA	-29.5	104.6	69.7	38.2	28.5
순이익	-87.3	적전	흑전	884.5	-30.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	3.0	6.7	11.0	11.4	13.4
EBITDA 이익률	8.6	13.9	17.4	16.6	17.7
세전이익률	5.4	-7.6	10.0	36.2	25.1
순이익률	0.7	-11.1	4.2	28.4	16.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	491	753	971	1,040	1,027
당기순이익	131	-234	414	1,706	1,183
자산상각비	135	219	266	312	310
운전자본증감	329	371	183	35	129
매출채권 감소(증가)	-1	39	-60	-236	-139
재고자산 감소(증가)	-9	-19	-4	-12	-9
매입채무 증가(감소)	154	100	104	268	197
투자현금흐름	-1,261	-414	-1,261	-1,478	-146
유형자산처분(취득)	-85	-99	-169	-210	-251
무형자산 감소(증가)	-45	-55	-81	-123	-128
투자자산 감소(증가)	-865	305	-684	-1,499	-116
재무현금흐름	891	322	1,305	1,203	-13
차입금의 증가(감소)	-139	88	418	497	0
자본의 증가(감소)	1,036	290	-10	707	-13
배당금의 지급	-13	-10	-10	-11	-13
총현금흐름	279	460	842	1,005	898
(-)운전자본증감(감소)	-188	-509	-975	-47	-129
(-)설비투자	97	106	183	212	251
(+)자산매각	-33	-48	-66	-121	-128
Free Cash Flow	336	815	1,567	719	648
(-)기타투자	123	703	1,119	-342	-349
잉여현금	213	112	448	1,061	997
NOPLAT	9	150	191	538	632
(+) Dep	135	219	266	312	310
(-)운전자본투자	-188	-509	-975	-47	-129
(-)Capex	97	106	183	212	251
OpFCF	235	771	1,249	686	821

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,830	4,921	7,868	9,019
현금성자산	2,201	2,198	4,133	6,539	7,523
매출채권	389	386	489	827	966
재고자산	36	49	46	56	66
비유동자산	5,101	5,908	7,033	8,283	8,526
투자자산	1,226	2,009	3,209	4,296	4,471
유형자산	315	350	437	483	503
무형자산	3,865	3,548	3,388	3,504	3,552
자산총계	7,960	8,737	11,954	16,151	17,545
유동부채	2,039	2,433	3,359	4,103	4,399
매입채무	461	576	832	1,166	1,363
유동성이자부채	623	535	329	485	485
비유동부채	293	564	1,167	1,930	1,952
비유동이자부채	45	245	704	1,293	1,293
부채총계	2,332	2,997	4,526	6,032	6,351
자본금	42	43	44	44	44
자본잉여금	4,648	5,043	5,833	6,525	6,525
이익잉여금	453	148	316	1,913	2,988
자본조정	-6	-9	105	28	28
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	5,627	5,740	7,428	10,119	11,194

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	124	-721	354	3,594	2,453
BPS	12,365	12,165	14,296	19,170	21,593
DPS	25	25	30	30	30
CFPS	722	1,102	1,914	2,266	2,022
ROA(%)	0.7	-3.6	1.5	11.3	6.5
ROE(%)	1.0	-5.8	2.7	21.5	12.0
ROIC(%)	0.3	4.7	7.6	26.0	31.7
Multiples(x, %)					
PER	166.7	-42.8	220.9	36.2	53.0
PBR	1.7	2.5	5.5	6.8	6.0
PSR	3.3	4.2	8.3	9.6	8.0
PCR	28.6	28.0	40.8	57.4	64.3
EV/EBITDA	33.9	27.8	43.4	53.2	40.7
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	41.4	52.2	60.9	59.6	56.7
Net debt/Equity	-27.2	-24.7	-41.7	-47.1	-51.3
Net debt/EBITDA	-737.1	-333.4	-429.1	-477.0	-448.0
유동비율	140.2	116.3	146.5	191.8	205.0
이자보상배율(배)	7.8	16.1	24.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	50.2	41.0	22.4	15.7	14.1
현금+투자자산	49.8	59.0	77.6	84.3	85.9
자본구조(%)					
차입금	10.6	12.0	12.2	14.9	13.7
자기자본	89.4	88.0	87.8	85.1	86.3

[Compliance Notice]

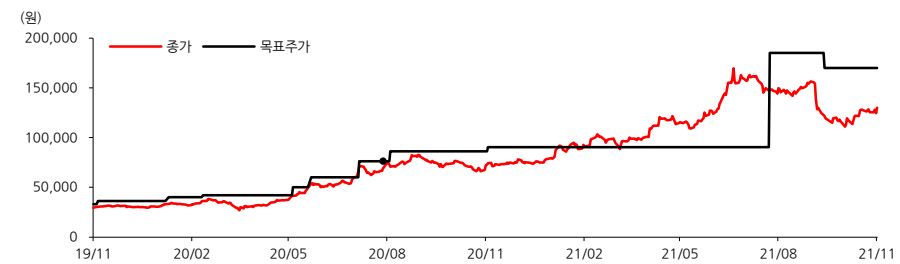
(공표일: 2021년 11월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.11.08	2019.11.11	2020.01.13	2020.02.14	2020.03.10
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		180,000	180,000	200,000	210,000	210,000
일 시	2020.03.30	2020.05.08	2020.05.25	2020.07.09	2020.08.05	2020.08.07
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	250,000	300,000	380,000	380,000	430,000
일 시	2020.09.16	2020.09.24	2020.10.07	2020.11.06	2020.11.11	2021.07.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	430,000	430,000	430,000	450,000	450,000	185,000
일 시	2021.08.09	2021.09.08	2021.09.16	2021.10.07	2021.11.05	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	185,000	185,000	170,000	170,000	170,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.08	Buy	36,129	-14.48	-8.33
2020.01.13	Buy	40,143	-16.67	-10.50
2020.02.14	Buy	42,151	-19.46	-1.91
2020.05.08	Buy	50,179	-10.98	-1.20
2020.05.25	Buy	60,215	-9.83	9.33
2020.07.09	Buy	76,272	-10.75	-2.50
2020.08.07	Buy	86,308	-14.25	-4.19
2020.11.06	Buy	90,323	18.36	87.66
2021.07.27	Buy	185,000	-21.43	-15.41
2021.09.16	Buy	170,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%