



# 카카오 (035720)

## 라이언 일병 구하기

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 박수영 suyoun.park.0202@hanwha.com 3772-7634

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 170,000원

현재 주가(9/15)	122,500원
상승여력	▲38.8%
시가총액	545,115억원
발행주식수	444,992천주
52 주 최고가 / 최저가	169,500 / 66,136원
90 일 일평균 거래대금	7,260.39억원
외국인 지분율	30.6%

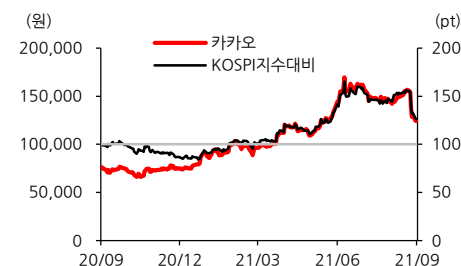
주주 구성	
김범수 (외 66 인)	24.2%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-16.1	-15.2	27.4	60.2
상대수익률(KOSPI)	-15.5	-12.0	23.9	31.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,070	4,157	5,701	7,067
영업이익	207	456	769	1,156
EBITDA	426	722	1,079	1,462
지배주주순이익	-301	156	1,076	1,215
EPS	-721	354	2,425	2,737
순차입금	-1,419	-3,100	-4,239	-5,360
PER	-42.8	220.9	50.5	44.8
PBR	2.5	5.5	6.8	5.9
EV/EBITDA	27.8	43.4	46.6	33.6
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.0
ROE	-5.8	2.7	15.1	14.1

### 주가 추이



### 규제 압력에 대한 페이, 모빌리티 사업 대책 발표

동사는 최근 나타나고 있는 정부와 정치권의 플랫폼 규제 강화 움직임에 대응하기 위한 몇 가지 대책을 발표했다. 먼저 모빌리티 관련 1) 기사 프로그래밍 비용(기존 9.9만원에서 3.9만원) 인하, 2) 스마트콜(1000원 추가) 서비스 중단, 3) 대리운전 중개수수료도 기존 고정 20%에서 0~20%의 변동 요금제로 변경한다. 우리는 이런 변화가 작년 모빌리티 매출액 2800억 원에서 약 5% 미만 수준의 영향을 미치는 요인으로 판단한다. 또한 금소법에 위배될 소지가 있는 보험상품비교(자동차-운전자-반려동물 등) 서비스를 중단했다. 현재 보험 관련 매출은 카카오페이 매출에서 매우 미미한 상황(대부분 매출 관련 매출이 차지)이다.

### 3분기 광고와 신사업 매출 고성장, 이익은 기대치 소폭 하회

우리는 동사의 3분기 매출액이 1.51조 원을 기록하며, 전년동기 대비 36.9% 증가할 것으로 전망한다. 특비즈 매출액이 41% 성장할 것으로 전망하는데, 비즈보드-특채널-알림톡으로 이어지는 매출 선순환 효과가 크게 반영되고 있다. 특히 메시지 건당 수수료를 수취하는 특채널 매출은 70% 이상의 성장이 전망된다. 소비자들과의 지속가능한 관계형 커머스를 지향하는 마케팅 플랫폼으로 자리잡으며 광고주 수가 빠르게 증가하고 있다. 플랫폼 기타 매출액은 T블루 택시 매출의 고성장과 페이 거래액 확대에 따라 69% 증가할 것으로 전망한다. 영업이익은 2175억 원을 전망하며, 게임, 모빌리티, 페이 관련 마케팅이 공격적으로 집행됨에 따라 컨센서스를 10% 하회할 것으로 예상한다.

### 목표주가 17만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 17만 원으로 하향한다. 모빌리티와 페이 사업 부문의 가치를 각각 2.5조 원, 6.8조 원으로 하향했다. 최근 동사의 주가는 고점 대비 28% 하락하면서 각종 규제 관련 우려가 반영됐다고 판단한다. 하지만, 그간 신규 사업 영역에서 수익화를 성공시키며 기업 가치를 증대시켜온 점을 고려하면 단기 모멘텀은 부진할 것으로 예상된다. IPO를 앞둔 카카오페이와 카카모빌리티의 확장성에도 다소 제동이 걸릴수 있다는 점도 아쉽다. 당분간 정부 규제 관련 뉴스플로우에 따라 주가 변동성이 확대될 것으로 전망한다.

[표1] 최근 플랫폼 관련 규제 강화 움직임

일자	기관	내용
'21년 9월 이전	공정거래위원회	'온라인 플랫폼 공정화법' 제정 추진: 플랫폼 불공정행위 과징금 최대 10억원
	공정거래위원회	'전자상거래법' 개정 추진: 소비자는 입점 업체 + 플랫폼 상대 배상 청구 가능
	국회	온라인 플랫폼 7개 법안 발의: 플랫폼 이용자의 단체구성권 부여, 검색 알고리즘 공개
2021-09-07	금융위원회	핀테크업체가 소비자에게 금융상품을 소개하는 영업행위 대부분을 '광고'가 아니라 '중개'로 봐야한다는 유권해석
2021-09-07	더민주 송갑석·이동주	공공 카카오의 문어발 확장: 플랫폼 대기업의 불공정거래 근절 대책 토론회
2021-09-12	더민주 변재일 의원실	전기통신사업법 일부개정법률안' 대표발의. 일정 규모 이상 전기통신사업자는 이용자가 생성한 데이터 쉽게 독점 금지
2021-09-13	공정거래위원회	케이큐브홀딩스의 대기업집단 지정 자료 거짓 제출 및 고의 누락 정황 조사
2021-10-01~	2021년 국정감사	정무위: 네이버·카카오 독과점. 골목상권 침해
		환노위: 네이버 직장내 괴롭힘. 카카오 근로감독
2021-10-21		과방위: 네이버·카카오 독과점
		국토위: 카카오모빌리티 독과점. 수수료 인상

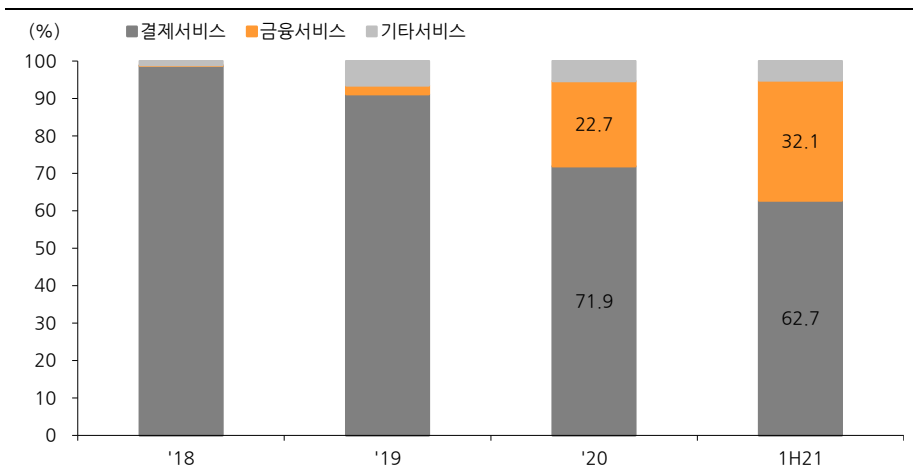
자료: 언론보도취합, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오가 9월 14일 발표한 상생안

카카오의 상생 방안	실행 주체	주요 내용
사업 정리 및 재편	카카오 공동체	IT 혁신과 이용자 후생을 더할 수 있는 영역 중심의 사업 전개, 이에 부합하지 않는 사업 영위하는 계열사 정리 및 철수 검토
	카카오모빌리티	택시 스마트호출 서비스 전면 폐지 택시 기사 대상 프로멤버십 요금 월 3.9만원으로 인하 기업고객 대상 꽃간식샐러드 배달 중개 서비스 철수 대리운전 '변동 수수료제' 전국 확대 적용 자율주행, 이동서비스 혁신, B2B 분야 모빌리티 기술 연구개발 주력
파트너들과의 지속 가능한 성장	카카오 공동체	플랫폼 종사자소상공인 등 파트너들과의 지속가능한 성장 위해 공동체 차원에서 5년간 상생기금 3천억원 마련 계획
	카카오모빌리티	카카오 공동체 차원에서 추진중인 5년간 3천억원 규모 상생기금 조성 참여 가맹택시 상생협의체(가칭) 구성 대리운전사업자들과의 동반성장위원회 통해 상생안 마련
사회적 책임을 다하는 성장	케이큐브홀딩스	미래교육, 인재양성 등 사회적 가치 창출에 집중하는 기업으로 전환

자료: 언론보도취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 카카오페이의 매출 비중 추이: 금융서비스 32.1% 중 보험 관련 매출 비중 미미



자료: 카카오페이, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	868	953	1,100	1,235	1,258	1,352	1,506	1,585	3,070	4,157	5,701	7,067
YoY (%)	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	41.9	36.9	28.3	27.0	35.4	37.2	24.0
플랫폼부문	472	517	579	681	696	762	814	874	1,435	2,248	3,145	4,002
톡비즈	234	257	293	365	374	390	412	449	650	1,149	1,625	2,349
포털비즈	117	117	121	123	117	125	122	135	524	478	500	514
플랫폼기타	122	142	165	193	205	246	279	290	261	621	1,020	1,138
콘텐츠부문	396	436	522	554	562	590	692	712	1,635	1,909	2,557	3,065
뮤직	169	169	182	185	185	188	190	192	587	705	755	794
스토리	97	119	148	164	175	186	200	213	297	528	774	996
게임	97	107	150	141	130	129	212	208	397	495	678	867
미디어	33	41	41	65	73	87	90	99	354	180	349	408
YOY 성장률												
플랫폼부문					47%	47%	41%	28%	38%	57%	40%	27%
톡비즈					60%	52%	41%	23%	54%	77%	41%	45%
포털비즈					1%	7%	1%	10%	6%	-9%	5%	3%
플랫폼기타					68%	74%	69%	51%	113%	138%	64%	12%
콘텐츠부문					42%	35%	33%	28%	19%	17%	34%	20%
뮤직					9%	11%	4%	4%	10%	20%	7%	5%
스토리					80%	57%	35%	30%	36%	78%	47%	29%
게임					35%	20%	41%	47%	-5%	25%	37%	28%
미디어					119%	112%	119%	53%	69%	-49%	94%	17%
영업비용	780	855	980	1,085	1,100	1,190	1,288	1,354	2,863	3,701	4,932	5,911
YoY (%)	15.0	23.5	35.4	41.3	41.0	39.1	31.4	24.7	22.2	29.3	33.3	19.8
인건비	199	217	239	266	293	301	307	324	702	920	1,225	1,475
매출연동비	382	409	464	492	493	530	602	634	1,368	1,746	2,260	2,827
외주/인프라	92	107	114	145	144	165	181	190	360	458	680	777
마케팅비	30	39	76	88	67	91	97	102	151	232	357	398
상각비	59	62	67	78	79	79	78	80	221	265	317	328
기타	19	22	20	17	24	23	23	24	62	79	93	106
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.7	157.5	162.6	217.5	231.5	207	456	769	1,156
YoY (%)	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	66.3	80.9	54.7	183.5	120.4	68.7	50.3
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.0	14.4	14.6	6.7	11.0	13.5	16.4
당기순이익	80	145	144	-195	240	316	268	271	-340	173	1096	1215
YoY (%)	355	369	179	적유	200	118	87	흑전	적전	흑전	532.3	10.8
순이익률(%)	9.2	15.2	13.1	-15.8	19.1	23.4	17.8	17.1	-11.1	4.2	19.2	17.2

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
포털 적정가치	2,443	순이익률 25% 가정 글로벌 포털 평균 PER에 10% 할인
22E 매출액	514	
22E 순이익	129	
Target PER(배)	19.0	
특비즈 적정가치	36,471	순이익률 45% 가정 페이스북 PER에 10% 할인 적용
22E 매출액	2,349	
22E 순이익	1,057	
Target PER(배)	34.5	
게임즈 지분가치	1,981	시가총액에 20% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	2,537	22E 매출액에 우버, 리프트 평균 PSR 적용
기업가치	4,173	
지분율	61%	
재팬(픽코마) 지분가치	10,151	22E 거래액에 넷플릭스 가입자 고성장 시기 PSR 적용
기업가치	10,950	
지분율	93%	
뱅크 지분가치	2,713	시가총액에 20% 할인
기업가치	8,477	
지분율	32%	
페이 지분가치	6,851	MAU 2500만명에 MAU 당 가치 적용
기업가치	11,250	
지분율	61%	
카카오엔터 지분가치	6,508	페이지 5.5조, M 3조, 래디쉬/타파스 합산
기업가치	9,500	
지분율	69%	
두나무 지분가치	4,500	예상 순이익 2조에 PER 15배 적용
기업가치	30,000	
지분율	15%	
순현금	1,400	별도기준
적정 기업가치	75,554	
발행 주식 수(천 주)	443,523	
적정 주가(원)	170,351	
목표 주가(원)	170,000	
현재 주가(원)	122,500	
상승 여력	38.8%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,417	3,070	4,157	5,701	7,067
매출총이익	2,417	3,070	4,157	5,701	7,067
영업이익	73	207	456	769	1,156
EBITDA	208	426	722	1,079	1,462
순이자손익	33	20	19	70	119
외화관련손익	22	13	7	0	0
지분법손익	21	1	293	695	524
세전계속사업손익	131	-234	414	1,559	2,005
당기순이익	16	-342	173	1,096	1,215
지배주주순이익	48	-301	156	1,076	1,215
증가율(%)					
매출액	22.5	27.0	35.4	37.2	24.0
영업이익	-55.9	183.5	120.4	68.7	50.3
EBITDA	-29.5	104.6	69.7	49.4	35.4
순이익	-87.3	적전	흑전	532.3	10.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	3.0	6.7	11.0	13.5	16.4
EBITDA 이익률	8.6	13.9	17.4	18.9	20.7
세전이익률	5.4	-7.6	10.0	27.4	28.4
순이익률	0.7	-11.1	4.2	19.2	17.2

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	491	753	971	506	1,158
당기순이익	131	-234	414	1,095	1,215
자산상각비	135	219	266	310	305
운전자본증감	329	371	183	22	139
매출채권 감소(증가)	-1	39	-60	-198	-168
재고자산 감소(증가)	-9	-19	-4	-10	-11
매입채무 증가(감소)	154	100	104	214	237
투자현금흐름	-1,261	-414	-1,261	-1,467	-140
유형자산처분(취득)	-85	-99	-169	-199	-245
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	485	1,019
(-)운전자본증감(감소)	-188	-509	-975	-34	-139
(-)설비투자	97	106	183	201	245
(+)자산매각	-33	-48	-66	-121	-128
Free Cash Flow	336	815	1,567	197	785
(-)기타투자	123	703	1,119	-342	-349
잉여현금	213	112	448	538	1,134
NOPLAT	9	150	191	541	701
(+) Dep	135	219	266	310	305
(-)운전자본투자	-188	-509	-975	-34	-139
(-)Capex	97	106	183	201	245
OpFCF	235	771	1,249	684	900

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,830	4,921	7,305	8,623
현금성자산	2,201	2,198	4,133	6,017	7,138
매출채권	389	386	489	789	957
재고자산	36	49	46	54	65
비유동자산	5,101	5,908	7,033	8,274	8,516
투자자산	1,226	2,009	3,209	4,296	4,471
유형자산	315	350	437	474	493
무형자산	3,865	3,548	3,388	3,504	3,552
자산총계	7,960	8,737	11,954	15,579	17,139
유동부채	2,039	2,433	3,359	4,049	4,386
매입채무	461	576	832	1,113	1,350
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	5,979	6,338
자본금	42	43	44	44	44
자본잉여금	4,648	5,043	5,833	6,525	6,525
이익잉여금	453	148	316	1,394	2,596
자본조정	-6	-9	105	28	28
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	5,627	5,740	7,428	9,600	10,802

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	124	-721	354	2,425	2,737
BPS	12,365	12,165	14,296	18,002	20,709
DPS	25	25	30	30	30
CFPS	722	1,102	1,914	1,092	2,295
ROA(%)	0.7	-3.6	1.5	7.8	7.4
ROE(%)	1.0	-5.8	2.7	15.1	14.1
ROIC(%)	0.3	4.7	7.6	26.1	35.2
Multiples(x, %)					
PER	166.7	-42.8	220.9	50.5	44.8
PBR	1.7	2.5	5.5	6.8	5.9
PSR	3.3	4.2	8.3	9.5	7.7
PCR	28.6	28.0	40.8	112.2	53.4
EV/EBITDA	33.9	27.8	43.4	46.6	33.6
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	41.4	52.2	60.9	62.3	58.7
Net debt/Equity	-27.2	-24.7	-41.7	-44.2	-49.6
Net debt/EBITDA	-737.1	-333.4	-429.1	-392.8	-366.7
유동비율	140.2	116.3	146.5	180.4	196.6
이자보상배율(배)	7.8	16.1	24.1	N/A	N/A
자산구조(%)					
투하자본	50.2	41.0	22.4	16.4	14.5
현금+투자자산	49.8	59.0	77.6	83.6	85.5
자본구조(%)					
차입금	10.6	12.0	12.2	15.6	14.1
자기자본	89.4	88.0	87.8	84.4	85.9

## [ Compliance Notice ]

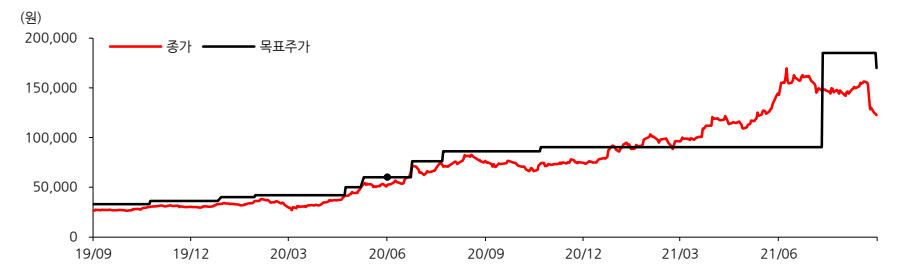
(공표일: 2021년 9월 16일)

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, 박수영)

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	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.08	2019.11.11	2020.01.13
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		165,000	165,000	180,000	180,000	200,000
일 시	2020.02.14	2020.03.10	2020.03.30	2020.05.08	2020.05.25	2020.07.09
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	210,000	210,000	210,000	250,000	300,000	380,000
일 시	2020.08.05	2020.08.07	2020.09.16	2020.09.24	2020.10.07	2020.11.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	380,000	430,000	430,000	430,000	430,000	450,000
일 시	2020.11.11	2021.07.27	2021.08.09	2021.09.08	2021.09.16	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	450,000	185,000	185,000	185,000	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	-21.07	-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 추정치에 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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%