

카카오(035720.KS)

콘텐츠 사업 성장 포텐셜 확인

BUY(유지)

Upside

목표주가(12M)	170,000원(유지)
현재주가(11/04)	130,000원
목표수익률	30.8%

Key Data	2021년 11월 04일
산업분류	인터넷
KOSPI	2983.22

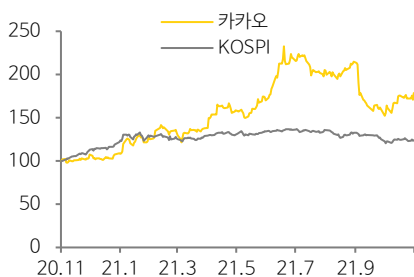
Trading Data

시가총액 (십억원)	57,897.0
발행주식수 (백만주)	445.4
외국인 지분율 (%)	30.7
52주 고가 (원)	561,000
52주 저가 (원)	108,000
60일 거래대금(억원)	5,161.1

주요주주 지분율(%)

김범수(외 66인)	24.2
국민연금공단(외 1인)	7.4

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.6	12.6	80.2
상대주가	12.8	17.8	53.6

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02) 6099-8504

3Q 매출 컨센서스 6% 상회, OP는 24% 하회

3Q 카카오 연결 영업수익 1조 7,408억원(YoY +58.2%, QoQ +28.7%), 영업이익 1,682억원(YoY +39.9%, QoQ +3.4%) 시현했다(OPM 9.7%, YoY -1.3%p, QoQ -2.4%p). 1)플랫폼 매출(YoY +34.6%, QoQ +2.2%): (1)특비즈: 광고 YoY +41.8%, 거래형 매출 34.6% 증가(커머스거래액 YoY +45%, QoQ +16%), (2)포털비즈: 일부 상품 종료로 매출 YoY -1.6%, (3)플랫폼 기타: 매출증가율 YoY +54.5%를 나타냈다(페이 거래액 YoY +40.8%, QoQ +2.9%/모빌리티 매출 QoQ +3%). 2)콘텐츠 매출(+84.3%, +62.9%): (1)게임: 오딘 실적 온기 반영되며 매출 YoY +208%, QoQ +260%, (2)스토리: 카카오펀 리뉴얼 및 타파스/래디쉬 인수 효과로 매출 YoY 47.4% 증가했다(스토리플랫폼 거래액 YoY +47%, 유통거래액 YoY +97%).

글로벌 콘텐츠 사업, 열려있는 탑 라인

향후 레버리지를 극대화시킬 수 있는 스토리 사업부 성장세에 주목해야 한다. 카카오펀터와 픽코마의 거래액 성장과 비례한 매출 증가세가 뚜렷했다. 당분기 카카오펀터 거래액은 QoQ 39% 증가했다. 카카오펀터 리뉴얼, 동남아 지역 거래액 증가와 타파스/래디쉬 인수 효과다(북미지역 거래액 QoQ +77%). 픽코마 거래액도 QoQ 13% 증가했다. 픽코마형 IP는 엔터가 전량 공급하기 때문에 유통 거래액도 이와 비례해 QoQ 27% 증가했다. 22년 카카오펀터는 본격적으로 북미 시장을 공략, 픽코마는 11월 프랑스를 시작으로 유럽 시장에 진출하며 추가적인 성장을 도모할 계획이다. 픽코마가 공급받는 전체 작품 수 중 카카오펀터의 콘텐츠는 1% 비중에 불과하나 전체 매출의 50% 이상을 차지하는 만큼 콘텐츠 소비 특성이 유사한 유럽 시장에서의 초기 영향력을 기대해볼 만 하다. 내재화된 IP를 활용한 유통 거래액 비중 상승도 유의미하다. 향후 사업부의 수익성을 빠르게 개선시킬 수 있는 요인이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 17만원 유지

카카오에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 17만원을 유지한다. 4분기에도 오딘의 높은 매출 성장세와 콘텐츠 신규시장 진출에 따른 비용 증가가 예상되나 이는 시장 점유율 선점을 위한 선제적 투자라는 관점에서 합리적인 수준의 비용 집행이라고 판단한다. 카카오가 보유한 오리지널 IP, 콘텐츠 기획 및 제작 역량 및 향후 플랫폼을 활용한 글로벌 영상 유통 사업 확장 가능성 또한 높아 미디어 밸류체인의 성장 가치는 무한하다는 판단이다. 최근 모빌리티/페이 등 신사업에 대한 정부 규제 가능성으로 주가는 과도하게 하락했다. 실적 측면 우려 요인은 없으며 중장기 성장주 관점에서 재접근할 필요가 있다. 매수가 유효한 구간이다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,070.1	4,156.8	6,121.1	7,513.1	8,503.8
증감률 YoY	27.0	35.4	47.3	22.7	13.2
영업이익	206.8	455.9	701.5	1,098.3	1,345.6
영업이익률	6.7	11.0	11.5	14.6	15.8
지배주주순이익	(301.0)	155.6	1,431.9	1,085.3	1,170.0
EPS(원)	(721)	357	3,250	2,463	2,656
EPS 증감률 YoY	적전	흑전	809.9	(24.2)	7.8
P/E	(42.8)	218.9	40.0	52.8	49.0
EV/EBITDA	27.8	43.4	49.4	36.2	30.5
ROE	(5.8)	2.7	20.6	13.3	12.6
P/B	2.5	5.5	7.5	6.6	5.8

출처: Dataguide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 1. 카카오 3분기 실적 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	3Q20	2Q21	3Q21P	QoQ	YoY	컨센서스	과리율	당사예상치	과리율
영업수익	1,100	1,352	1,741	28.7%	58.2%	1,643	5.9%	1,589	9.6%
플랫폼	579	762	779	2.2%	34.6%				
콘텐츠	522	590	962	62.9%	84.3%				
영업이익	120	163	168	3.4%	39.9%	222	-24.1%	226	-25.6%
지배주주순이익	128	312	708	127.1%	455.1%	246	188.3%	331	113.9%
영업이익률%	10.9%	12.0%	9.7%	-2.4%pt	-1.3%pt				
지배순이익률%	11.6%	23.0%	40.7%	+17.6%pt	+29.1%pt				

출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. 카카오 분기 및 연간 실적 전망(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F
영업수익	4,157	6,121	7,513	868	953	1,100	1,235	1,258	1,352	1,741	1,770
플랫폼 부문	2,248	3,093	3,883	472	517	579	681	696	762	779	858
특비즈	1,149	1,614	2,042	234	257	293	365	374	390	405	445
포털비즈	478	483	494	117	117	121	123	117	125	119	121
플랫폼 기타	621	996	1,347	122	142	165	193	205	246	255	283
콘텐츠 부문	1,909	3,028	3,630	396	436	522	554	562	590	962	913
게임	495	1,107	1,324	97	107	150	141	130	129	463	381
뮤직	705	769	808	169	169	182	185	185	188	197	199
스토리	528	818	1,099	97	119	148	164	175	186	219	239
미디어	180	333	400	33	41	41	65	73	87	83	90
영업비용	3,701	5,420	6,415	780	855	980	1,085	1,100	1,190	1,573	1,557
인건비	920	1,233	1,504	199	217	239	266	293	301	307	332
매출연동비	1,746	2,548	2,855	382	409	464	492	493	530	806	719
외주/인프라비	458	732	989	92	107	114	145	144	165	198	225
마케팅비	232	471	579	30	39	76	88	67	91	148	165
상각비	265	338	382	59	62	67	78	79	79	89	91
기타	73	88	97	19	19	19	16	19	22	23	24
영업이익	456	701	1,098	88	98	120	150	158	163	168	213
지배주주순이익	156	1,432	1,085	77	140	128	-189	225	312	708	188
영업이익률%	11.0%	11.5%	14.6%	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.5%	12.0%	9.7%	12.0%
지배순이익률%	3.7%	23.4%	14.4%	8.9%	14.7%	11.6%	-15.3%	17.9%	23.0%	40.7%	10.6%
YoY%											
영업수익	35.4%	47.3%	22.7%	22.9%	30.0%	40.5%	45.7%	44.9%	41.9%	58.2%	43.3%
플랫폼 부문	56.7%	37.6%	25.5%	50.8%	58.1%	65.0%	53.3%	47.3%	47.5%	34.6%	26.0%
특비즈	76.8%	40.5%	26.5%	84.3%	85.2%	80.1%	64.9%	59.7%	51.8%	38.4%	21.9%
포털비즈	-8.7%	1.0%	2.3%	-7.8%	-14.2%	-3.9%	-8.5%	0.7%	6.5%	-1.6%	-1.3%
플랫폼 기타	137.7%	60.5%	35.2%	103.4%	178.4%	164.8%	118.4%	68.2%	73.5%	54.5%	46.7%
콘텐츠 부문	16.7%	58.6%	19.9%	0.8%	7.4%	20.7%	37.4%	41.9%	35.3%	84.3%	64.6%
게임	24.7%	123.4%	19.6%	3.0%	9.2%	51.9%	32.9%	34.5%	19.6%	208.0%	170.6%
뮤직	20.2%	9.1%	5.0%	23.3%	16.6%	20.2%	21.0%	9.1%	11.5%	8.3%	7.5%
스토리	77.7%	55.0%	34.3%	30.0%	46.0%	61.5%	233.0%	80.0%	56.7%	47.4%	45.8%
미디어	-49.1%	84.9%	20.0%	-61.9%	-49.6%	-54.3%	-32.1%	119.2%	112.4%	102.1%	38.7%
영업비용	29.2%	46.4%	18.4%	15.0%	23.5%	35.4%	41.3%	41.0%	39.1%	60.4%	43.5%
인건비	31.1%	34.0%	22.0%	24.1%	36.1%	34.9%	29.6%	47.4%	39.0%	28.4%	24.9%
매출연동비	27.7%	45.9%	12.0%	15.4%	19.8%	30.6%	44.4%	29.2%	29.5%	73.8%	46.3%
외주/인프라비	27.1%	60.0%	35.0%	2.4%	26.3%	43.9%	36.1%	56.9%	54.7%	73.7%	55.1%
마케팅비	53.6%	103.0%	22.7%	-9.2%	-3.5%	107.0%	110.8%	124.6%	136.4%	94.2%	88.5%
상각비	20.2%	27.5%	13.0%	17.1%	15.5%	9.9%	38.7%	34.8%	27.9%	33.4%	16.7%
기타	18.2%	20.0%	10.0%	28.5%	34.4%	29.0%	-11.4%	1.4%	17.3%	19.0%	46.3%
영업이익	120.5%	53.8%	56.6%	218.8%	141.7%	103.5%	88.3%	78.7%	66.3%	39.9%	42.2%
지배주주순이익	흑자전환	820.1%	-24.2%	181.5%	260.5%	128.9%	적자지속	190.0%	123.0%	455.1%	흑자전환

출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

Exhibit 3. 카카오 SoTP Valuation

부문별	단위	지분율	2022F	주요 가정
1. 플랫폼 적정가치	십억원		40,472	1)+2)+3)+4)+5)+6)
1) 톡비즈 가치			11,246	22F 순이익 * Target PER 30배
2) 커머스 가치			6,199	22F 거래액 * Target EV/GMV 0.8배 (고수익 비즈니스 모델 및 높은 거래액 성장성)
3) 포털비즈 가치			2,740	22F 순이익 * Target PER 25배
4)페이 지분가치		55.00	8,482	시가총액 * 지분율 * 지주회사 할인(30%)
5)뱅크 지분가치		31.80	6,345	시가총액 * 지분율 * 지주회사 할인(30%)
6)모빌리티 지분가치		63.32	5,459	22F 매출 * Target PSR 15배
2. 콘텐츠 적정가치	십억원		27,603	1)+2)+3)+4)
1) 게임즈 지분가치		45.19	2,155	시가총액 * 지분율 * 지주회사 할인(30%)
2) 뮤직 가치			744	22F 순이익 * Target PER 15배
3) 스토리 가치			21,728	22F 플랫폼+유통 거래액 * Target PSR 10배
4) 미디어 지분가치		68.41	2,976	(넷플릭스 PSR(9배) 할증 적용; 유통 거래액 비중 상승 및 글로벌 확장성) 과거 M 투자유치액에 콘텐츠 제작/기획 등 수직계열화 감안 할증
3. 순현금	십억원		1,057	2Q21 기준 별도 순현금
4. 자사주	십억원		320	
적정 기업가치	십억원		69,452	1+2+3+4
발행 주식 수	천주		432,142	
적정 주가	원		170,000	

주: 각 사 지분율은 2Q21 분기보고서 기준, 상장가는 전일 종가 기준

출처: 카카오, Kakaopay Securities Research

카카오 (035720) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,829.7	4,921.2	4,809.6	4,877.3	5,238.2
현금성자산	2,176.6	4,129.8	3,839.0	3,765.5	3,968.1
매출채권	385.8	489.3	644.3	790.8	895.1
재고자산	49.4	45.8	70.0	113.0	175.0
비유동자산	5,907.6	7,032.8	8,530.2	9,686.1	10,615.1
투자자산	2,009.3	3,208.7	4,724.9	5,799.5	6,564.2
유형자산	349.8	436.5	390.6	399.1	428.0
무형자산	3,548.4	3,387.6	3,414.7	3,487.5	3,623.0
자산총계	8,737.3	11,954.0	13,339.9	14,563.4	15,853.4
유동부채	2,433.3	3,359.5	3,453.7	3,619.5	3,764.2
매입채무	575.6	832.4	1,036.7	1,272.4	1,440.2
유동성이자부채	535.0	328.9	218.9	148.9	125.9
비유동부채	563.8	1,166.8	1,126.0	1,115.3	1,111.6
비유동이자부채	244.6	704.0	659.0	644.0	636.0
부채총계	2,997.1	4,526.2	4,579.7	4,734.7	4,875.8
자본금	43.2	44.3	44.3	44.3	44.3
자본잉여금	5,043.2	5,833.1	5,833.1	5,833.1	5,833.1
이익잉여금	148.2	316.3	1,735.3	2,803.8	3,952.7
자본조정	(9.2)	105.2	18.6	18.6	18.6
자기주식	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
자본총계	5,740.1	7,427.7	8,760.2	9,828.7	10,977.5
투자자본	2,944.9	2,123.9	2,549.2	2,867.1	3,256.4
순차입금	(1,397.1)	(3,096.9)	(2,961.1)	(2,972.6)	(3,206.2)
ROA	(3.6)	1.5	11.3	7.8	7.7
ROE	(5.8)	2.7	20.6	13.3	12.6
ROIC	4.7	7.5	23.4	31.6	34.3

현금흐름표

결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	752.7	971.1	5.8	877.1	1,142.6
당기순이익	(234.3)	414.3	1,555.2	1,178.7	1,270.8
자산상각비	218.8	266.5	409.6	418.5	445.5
운전자본증감	370.8	183.3	25.0	94.5	9.5
매출채권감소(증가)	39.2	(60.3)	(155.0)	(146.5)	(104.3)
재고자산감소(증가)	(19.2)	(4.4)	(24.2)	(43.0)	(62.0)
매입채무증가(감소)	100.5	103.5	204.2	235.8	167.8
투자현금	(414.2)	(1,260.7)	(198.0)	(888.7)	(951.5)
단기투자자산감소	305.0	(684.1)	(24.3)	(24.8)	(55.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	217.1	(364.1)	(286.0)
설비투자	(106.4)	(183.1)	(269.7)	(331.0)	(374.7)
유무형자산감소	(48.2)	(66.3)	(121.1)	(168.8)	(235.2)
재무현금	322.2	1,305.4	(122.9)	(86.7)	(44.1)
차입금증가	88.4	418.4	(110.0)	(70.0)	(23.0)
자본증가	289.7	(13.3)	(12.9)	(16.7)	(21.1)
배당금지급	10.3	13.3	12.9	16.7	21.1
현금 증감	671.2	976.1	(315.1)	(98.4)	147.0
총현금흐름(Gross CF)	460.3	841.6	(19.2)	782.6	1,133.1
(-) 운전자본증가(감소)	(490.3)	(993.8)	(25.0)	(94.5)	(9.5)
(-) 설비투자	106.4	183.1	269.7	331.0	374.7
(+) 자산매각	(48.2)	(66.3)	(121.1)	(168.8)	(235.2)
Free Cash Flow	796.0	1,586.0	(385.0)	377.3	532.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	(217.1)	364.1	286.0
잉여현금	796.0	1,586.0	(167.8)	13.2	246.8

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research

Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

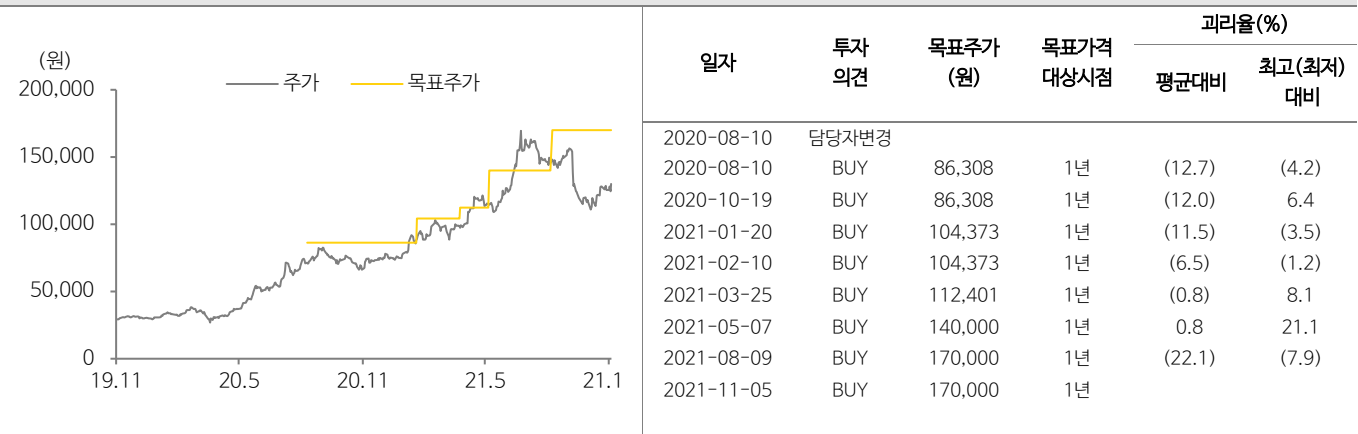
결산기(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,070.1	4,156.8	6,121.1	7,513.1	8,503.8
증가율 (Y-Y,%)	27.0	35.4	47.3	22.7	13.2
영업이익	206.8	455.9	701.5	1,098.3	1,345.6
증가율 (Y-Y,%)	183.5	120.4	53.9	56.6	22.5
EBITDA	425.6	722.3	1,111.1	1,516.8	1,791.1
영업외손익	(441.0)	(41.6)	1,292.4	412.9	283.6
순이자수익	20.2	18.9	(160.6)	(122.5)	(88.2)
외화관련손익	13.2	6.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	293.3	1,260.0	375.0	240.0
세전계속사업손익	(234.3)	414.3	1,993.9	1,511.2	1,629.2
당기순이익	(341.9)	173.4	1,555.2	1,178.7	1,270.8
지배기업당기순이익	(301.0)	155.6	1,431.9	1,085.3	1,170.0
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	797.1	(24.2)	7.8
NOPLAT	149.9	190.8	547.2	856.7	1,049.6
(+) Dep	218.8	266.5	409.6	418.5	445.5
(-) 운전자본투자	(490.3)	(993.8)	(25.0)	(94.5)	(9.5)
(-) Capex	106.4	183.1	269.7	331.0	374.7
OpFCF	752.6	1,267.9	712.1	1,038.7	1,129.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.0	28.2	36.3	34.8	26.9
영업이익증가율(3Yr)	21.2	40.2	112.6	74.5	43.4
EBITDA증가율(3Yr)	22.8	34.8	74.8	52.7	35.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	11.5	360.9	n/a	94.3
영업이익률(%)	6.7	11.0	11.5	14.6	15.8
EBITDA마진(%)	13.9	17.4	18.2	20.2	21.1
순이익률(%)	(11.1)	4.2	25.4	15.7	14.9

주요투자지표

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	(721)	357	3,250	2,463	2,656
BPS	12,165	14,296	17,320	19,745	22,353
DPS	25	30	38	48	58
Multiples(x,%)					
PER	(42.8)	218.9	40.0	52.8	49.0
PBR	2.5	5.5	7.5	6.6	5.8
EV/ EBITDA	27.8	43.4	49.4	36.2	30.5
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	28.0	40.5	n/a	73.2	50.5
PSR	4.2	8.2	9.4	7.6	6.7
재무건전성 (%)					
부채비율	52.2	60.9	52.3	48.2	44.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	116.3	146.5	139.3	134.8	139.2
이자보상배율	n/a	n/a	4.4	9.0	15.3
이자비용/매출액	0.4	0.5	6.2	4.6	3.6
자산구조					
투자자본(%)	41.3	22.4	22.9	23.1	23.6
현금+투자자산(%)	58.7	77.6	77.1	76.9	76.4
자본구조					
차입금(%)	12.0	12.2	9.1	7.5	6.5
자기자본(%)	88.0	87.8	90.9	92.5	93.5

투자의견 및 목표주가 변경 추이

카카오 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



Compliance Notice

- 당사는 카카오의 계열사입니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12개월 기준)	매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상 중립(Hold) : 기대수익률 \pm 15% 내외 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
산업 (향후 12개월 기준)	비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(Buy)	중립(Hold)	매도(Sell)
100.0%	0.0%	0.0%

투자등급 비율 (기준일: 2021.09.30)