

2021년 기대감 상향

매수
(유지)목표가: 570,000원 ▲
상승여력: 25.4%

김창권 changkwan.kim@miraeeasset.com

임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

4분기 매출액과 영업이익 각각
YoY +42%, 74% 예상

2021년 영업이익 전망치 기존대비 8.3% 상향

- 4분기 매출액은 전년보다 42.2% 증가한 1조 2,050억원, 영업이익은 74.6% 늘어난 1,390억원 예상
- 매출부문별로는 톡비즈가 전년대비 48.7%, 신사업 79.9%, 유료콘텐츠부문이 247.7% 증가하면서 성장을 주도할 전망
- 수익성 개선 추세가 이어져 4분기 영업이익률은 11.5%로 전분기 대비 0.6%p, 전년 동기보다는 2.1%p 상승할 것으로 예상
- 2021년 실적 전망치를 매출액은 기존대비 2.6%, 영업이익은 8.3% 상향(표 4)

페이, 픽코마, 비즈보드 등 주력
매출 4분기 급증 전망

2021년 비즈보드 매출 급증세 지속 전망

- 2020년 수익성 개선을 주도했던 광고 비즈보드 매출 급증(2019년 710억원→2020년 2,370억원), 2021년 비즈보드 광고 매출은 5,150억원 예상(표2 참조)
- 실적의 선형 지표인 카카오 주요 앱 순이용자가 4분기에 큰 폭 증가, 특히 <그림 2>와 같이 카카오페이 순이용자가 4분기에 가파르게 늘어남
- 유료콘텐츠 거래액에서 가장 큰 비중을 차지하는 카카오페이 픽코마 4분기 거래액은 전년보다 229% 증가한 것으로 추정, 3분기 247%에 이어 고성장세 지속

목표주가 46만원에서
57만원으로 상향

2021년 상반기 페이, 하반기 페이지, 뱅크, 재팬 IPO 기대

- 2021년 실적 전망과 함께 목표주가를 기존 46만원에서 57만원으로 상향
- 카카오 목표주가는 <표 5>와 같이 각 사업부문별 가치 평가를 합산
- 2021년 상반기 카카오페이에 이어 하반기에도 페이지, 뱅크, 재팬의 IPO가 진행될 전망, 카카오의 가치 평가 상승과 함께 주가 모멘텀이 될 것으로 기대

Key data



현재주가(21/1/13, 원)	454,500	시가총액(십억원)	40,205
영업이익(20F, 십억원)	445	발행주식수(백만주)	88
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	449	유동주식비율(%)	71.7
EPS 성장률(20F, %)	-	외국인 보유비중(%)	33.5
P/E(20F, x)	67.4	베타(12M) 일간수익률	0.58
MKT P/E(20F, x)	21.8	52주 최저가(원)	134,000
KOSPI	3,148.29	52주 최고가(원)	457,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.4	29.1	172.2
상대주가	6.8	-10.3	92.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	1,972	2,417	3,070	4,127	5,583	6,757
영업이익 (십억원)	165	73	207	445	947	1,355
영업이익률 (%)	8.4	3.0	6.7	10.8	17.0	20.1
순이익 (십억원)	109	48	-301	506	728	965
EPS (원)	1,602	613	-3,585	5,777	8,244	10,937
ROE (%)	2.9	1.0	-5.8	9.2	12.0	14.0
P/E (배)	85.5	168.0	-	67.4	55.1	41.6
P/B (배)	2.3	1.7	2.5	6.0	6.2	5.4
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 카카오톡 비즈니스 광고

	19.05	19.06	19.07	19.08	19.09	19.10	19.11	19.12	20.01	20.02	20.03	20.04	20.05	20.06	20.07	20.08	20.09	20.10	20.11	20.12
비즈니스 일매출 가정(십억원)	0.19	0.21	0.23	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.42	0.40	0.43	0.50	0.55	0.59	0.66	0.72	0.81	0.88	0.94	1.00
비즈니스 월매출(십억원)	5.7	6.3	6.9	7.5	9.0	10.5	12.0	13.5	12.6	12.0	12.9	15.0	16.5	17.7	19.8	21.6	24.3	26.4	28.2	30.0
총이용시간(십억분)	36.9	35.1	38.2	37.2	36.5	40.2	39.3	42.1	39.7	41.8	45.8	40.9	40.8	39.6	42.8	42.2	41.4	40.5	39.7	39.7
비즈니스 매출/이용시간(원)	0.15	0.18	0.18	0.20	0.25	0.26	0.31	0.32	0.32	0.29	0.28	0.37	0.40	0.45	0.46	0.51	0.59	0.65	0.71	0.76

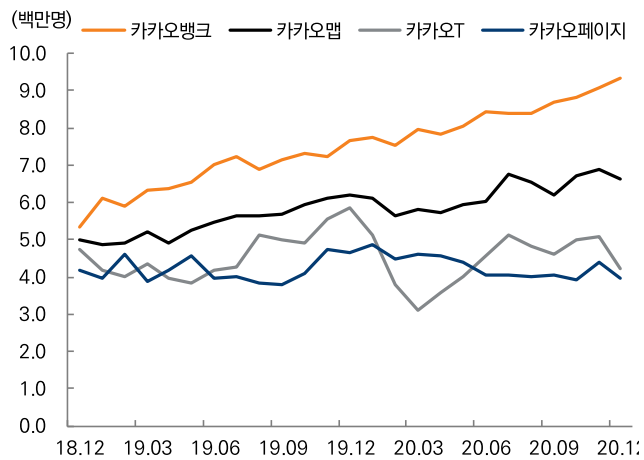
자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 2. 카카오톡 비즈니스 분기

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2019	2020F	2021F
카카오톡											
비즈니스 매출(십억원)		12.0	23.4	36.0	37.5	49.2	65.7	84.6	71	237	515
총이용시간(십억분)	100.7	106.6	111.9	121.6	127.3	121.3	126.3	119.8	340	495	515
비즈니스 매출/이용시간(원)=A		0.17	0.21	0.30	0.29	0.41	0.52	0.71	0.21	0.48	1.00
NAVER											
모바일 DA광고 매출(십억원)	70	82	75	84	71	86	92	106	310	355	472
총이용시간(십억분)	60	58	61	61	69	67	68	67	241	271	279
광고매출/이용시간(원)=B	1.15	1.40	1.23	1.38	1.02	1.28	1.35	1.59	1.29	1.31	1.69
=A/B		12%	17%	21%	29%	32%	38%	44%	16%	37%	59%

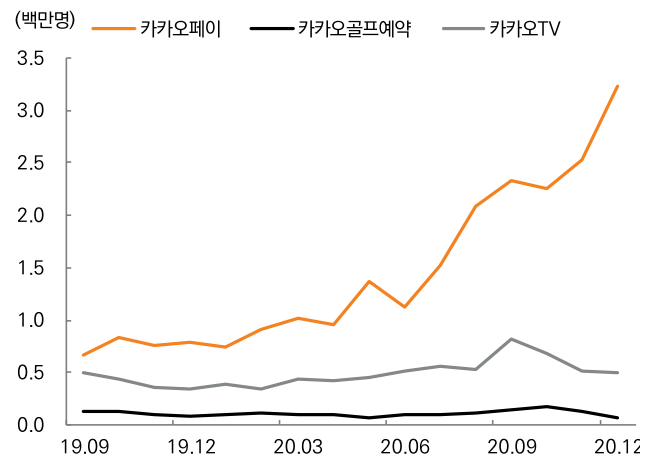
자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 1. 카카오 주요 앱 월간 순이용자수 추이



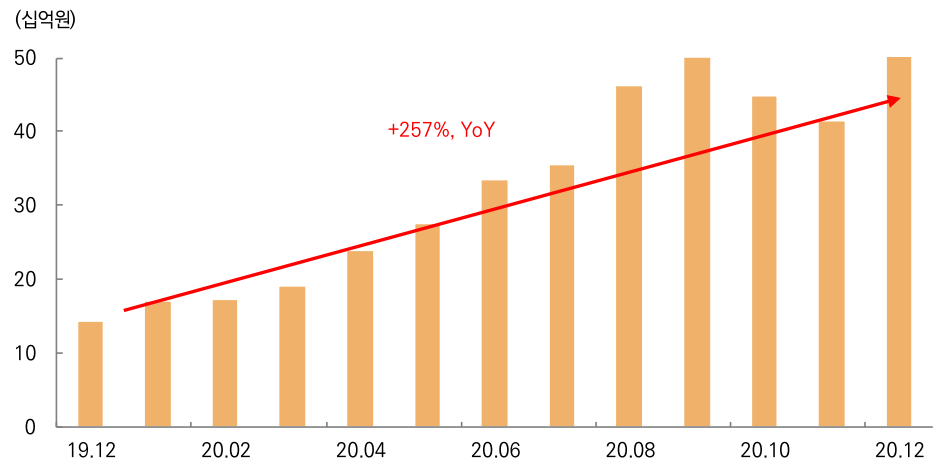
자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 카카오 기타 앱 월간 순이용자수 추이



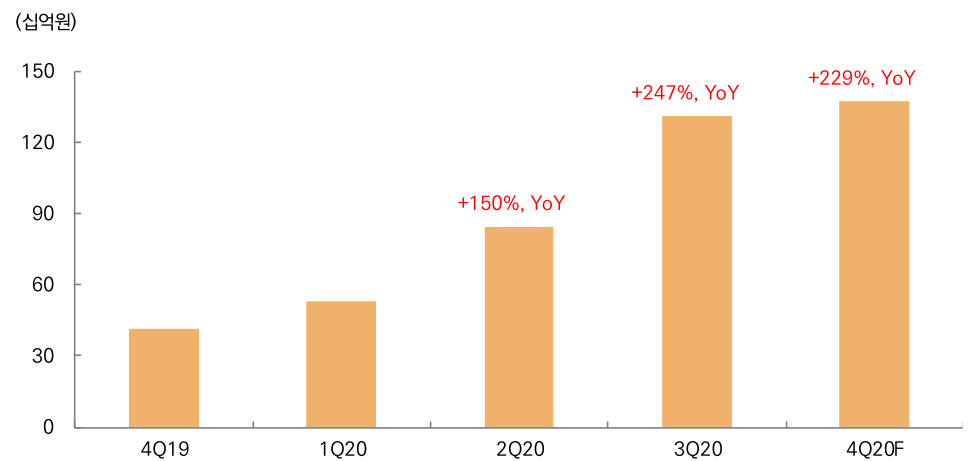
자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 픽코마 월 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 4. 픽코마 분기 거래액 추이



주: 위 거래액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 3. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020	2021F
매출액	706	733	783	848	868	953	1,100	1,205	3,070	4,127	5,583
플랫폼부문	313	327	351	444	442	493	554	617	1,435	2,106	2,988
특비즈	127	139	162	222	225	248	284	330	650	1,087	1,653
포털비즈	126	137	126	134	117	117	121	128	524	484	483
신사업	60	51	62	88	101	127	149	159	261	535	852
콘텐츠부문	393	406	432	404	427	460	546	588	1,635	2,021	2,595
게임 콘텐츠	94	98	99	106	97	107	150	160	397	515	534
뮤직 콘텐츠	137	145	151	153	151	151	156	154	587	611	625
유료 콘텐츠	75	82	92	49	97	119	148	171	297	535	925
IP비즈니스 기타	87	82	90	95	82	83	92	103	354	360	511
영업이익	28	40	59	80	88	98	120	139	207	445	947
영업이익률	3.9	5.5	7.5	9.4	10.2	10.3	10.9	11.5	6.7	10.8	17.0
순이익	18	31	51	-442	80	145	144	143	-341.9	512	736
순이익률	2.5	4.2	6.6	-52.1	9.2	15.2	13.1	11.9	-11.1	12.4	13.2
YoY 성장률											
매출액	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	30.0	40.5	42.2	27.0	34.4	35.3
플랫폼부문	34.8	30.2	38.6	46.6	41.1	50.7	58.1	38.9	38.0	46.8	41.9
특비즈	43.3	42.4	51.6	73.3	77.1	78.8	75.1	48.7	54.3	67.3	52.1
포털비즈	3.9	6.7	9.1	3.4	-7.8	-14.2	-3.9	-4.3	5.7	-7.6	-0.2
신사업	171.6	103.0	105.3	94.9	68.1	148.8	139.0	79.9	112.9	104.7	59.2
콘텐츠부문	21.7	20.2	24.9	8.9	8.5	13.3	26.3	45.8	18.7	23.6	28.4
게임 콘텐츠	-10.9	-11.9	-0.4	5.6	3.0	9.2	51.9	50.9	-4.7	29.5	3.8
뮤직 콘텐츠	8.7	10.8	11.4	9.4	9.8	4.4	2.8	0.4	10.1	4.2	2.2
유료 콘텐츠	70.6	60.3	52.0	-22.3	30.0	46.0	61.5	247.7	36.1	80.1	72.8
IP비즈니스 기타	83.7	81.8	78.7	42.8	-6.1	1.2	1.6	8.7	69.1	1.5	42.0
영업이익	166.5	46.6	92.7	1751.6	218.9	141.7	103.5	74.6	183.7	115.2	112.7
순이익	19.9	37.8	596.8	적지	354.9	368.6	179.3	흑전	적전	흑전	43.8

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 4. 카카오의 2020~2021년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	
매출액	4,127	5,440	4,127	5,583	0.0	2.6	
영업이익	445	874	445	947	0.0	8.3	
순이익	512	683	512	736	0.0	7.8	
영업이익률	10.8	16.1	10.8	17.0	-	-	
순이익률	12.4	12.6	12.4	13.2	-	-	

자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 5. Valuation

(십억원, 원)

평가부문	2019	2020F	2021F	비고
광고부문 매출액	670	1,216	1,695	
평가액	4,479	10,537	18,752	Peer기업 Facebook 2020년 PSR 대입, 2020년 카카오톡 광고 매출액 급증, 2013년 Facebook과 같이 밸류에이션 재평가 기대
게임부문 매출액	417	515	534	
평가액	2,551	3,493	3,582	Peer기업 넷마블, 엔씨소프트, 펠어비스 2021년 평균 PSR 대입
음악부문 매출액	533	611	625	
평가액	1,780	4,250	3,557	Peer기업 Spotify 2021년 PSR대입
기타콘텐츠 매출액	260	580	972	카카오페이지 국내, 카카오페이 일본 IPO 계획
평가액	1,127	4,643	10,113	픽코나 거래액 급증으로 IPO 가치 상승, 넷플릭스 매출액 급증기인 2016-2020년 PSR 8배 대입
기타 매출액	537	1,204	1,756	카카오뱅크 IPO 추진, 지분법 인식
평가액	1,593	6,585	11,212	Peer기업 Amazon, Naver 2021년 평균 PSR대입
평가액 합산	11,529	29,509	47,216	동사의 목표주가 산출을 위해 국내외 경쟁사의 평균 PSR을 사용
주당가치			570,000	동사 사업부들이 성장 초기 국면에 있어 수익성 보다 매출액 지표가 타당하다 판단

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,070	4,127	5,583	6,757
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	3,070	4,127	5,583	6,757
판매비와관리비	2,863	3,682	4,636	5,402
조정영업이익	207	445	947	1,355
영업이익	207	445	947	1,355
비영업손익	-441	256	61	34
금융손익	19	20	25	33
관계기업등 투자손익	-20	0	0	0
세전계속사업손익	-234	701	1,008	1,389
계속사업법인세비용	108	189	272	412
계속사업이익	-342	512	736	977
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-342	512	736	977
지배주주	-301	506	728	965
비지배주주	-41	6	9	12
총포괄이익	-346	512	736	977
지배주주	-304	506	727	965
비지배주주	-42	6	9	12
EBITDA	426	653	1,148	1,552
FCF	646	882	1,152	1,198
EBITDA 마진율 (%)	13.9	15.8	20.6	23.0
영업이익률 (%)	6.7	10.8	17.0	20.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.8	12.3	13.0	14.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,830	3,355	4,117	5,060
현금 및 현금성자산	1,918	2,169	2,530	3,150
매출채권 및 기타채권	386	496	671	813
재고자산	49	66	90	109
기타유동자산	477	624	826	988
비유동자산	5,908	6,272	6,783	7,199
관계기업투자등	979	1,316	1,780	2,154
유형자산	350	324	306	295
무형자산	3,548	3,566	3,582	3,597
자산총계	8,737	9,626	10,900	12,259
유동부채	2,134	2,511	3,008	3,279
매입채무 및 기타채무	576	774	1,047	1,267
단기금융부채	535	566	608	643
기타유동부채	1,023	1,171	1,353	1,369
비유동부채	564	674	825	947
장기금융부채	245	245	245	245
기타비유동부채	319	429	580	702
부채총계	2,997	3,385	3,933	4,326
지배주주지분	5,225	5,721	6,437	7,392
자본금	43	43	43	43
자본잉여금	5,043	5,043	5,043	5,043
이익잉여금	148	644	1,360	2,315
비지배주주지분	515	521	530	541
자본총계	5,740	6,242	6,967	7,933

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	753	982	1,252	1,298
당기순이익	-342	512	736	977
비현금수익비용가감	695	372	443	571
유형자산감가상각비	139	126	117	112
무형자산상각비	80	82	84	86
기타	476	164	242	373
영업활동으로인한자산및부채의변동	371	262	314	123
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	39	-54	-75	-60
재고자산 감소(증가)	-19	-17	-23	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	100	10	14	11
법인세납부	-111	-189	-272	-412
투자활동으로 인한 현금흐름	-414	-415	-458	-327
유형자산처분(취득)	-99	-100	-100	-100
무형자산감소(증가)	-55	-100	-100	-100
장단기금융자산의 감소(증가)	672	-115	-158	-127
기타투자활동	-932	-100	-100	0
재무활동으로 인한 현금흐름	322	20	32	24
장단기금융부채의 증가(감소)	111	31	43	34
자본의 증가(감소)	397	0	0	0
배당금의 지급	-10	-10	-11	-11
기타재무활동	-176	-1	0	1
현금의 증가	671	251	361	620
기초현금	1,247	1,918	2,169	2,530
기말현금	1,918	2,169	2,530	3,150

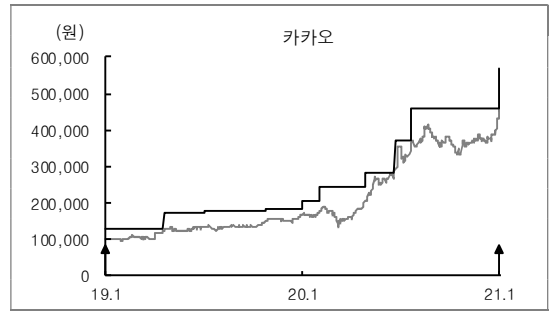
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-	67.4	55.1	41.6
P/CF (x)	36.5	38.6	34.0	25.9
P/B (x)	2.5	6.0	6.2	5.4
EV/EBITDA (x)	29.1	50.9	33.6	24.4
EPS (원)	-3,585	5,777	8,244	10,937
CFPS (원)	4,200	10,095	13,365	17,542
BPS (원)	60,615	64,840	72,960	83,774
DPS (원)	127	127	127	127
배당성향 (%)	-3.0	2.1	1.5	1.1
배당수익률 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	27.0	34.4	35.3	21.0
EBITDA증가율 (%)	104.8	53.3	75.8	35.2
조정영업이익증가율 (%)	183.6	115.0	112.8	43.1
EPS증가율 (%)	-	-	42.7	32.7
매출채권 회전을 (회)	17.5	22.4	22.5	21.4
재고자산 회전을 (회)	72.0	71.2	71.4	68.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-4.1	5.6	7.2	8.4
ROE (%)	-5.8	9.2	12.0	14.0
ROIC (%)	8.8	11.8	25.1	34.2
부채비율 (%)	52.2	54.2	56.5	54.5
유동비율 (%)	132.6	133.6	136.9	154.3
순차입금/자기자본 (%)	-23.9	-27.5	-30.8	-35.5
조정영업이익/금융비용 (x)	16.1	31.6	64.3	88.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오 (035720)				
2021.01.13	매수	570,000	-	-
2020.08.03	매수	460,000	-18.93	-0.54
2020.07.03	매수	370,000	-10.94	-3.92
2020.05.08	매수	280,000	-9.02	1.96
2020.02.13	매수	243,000	-30.40	-15.23
2020.01.13	매수	205,000	-19.01	-16.10
2019.11.07	매수	185,000	-16.79	-10.81
2019.07.16	매수	177,000	-24.16	-14.69
2019.05.01	매수	170,000	-25.40	-21.18
2018.11.26	매수	130,000	-19.01	-7.69



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.