

카카오

035720

Jul 19, 2021

Buy

TP 190,000 원

유지

유지

Company Data

현재가(07/16)	157,000 원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	169,500 원
52주 최저가(보통주)	62,000 원
KOSPI (07/16)	3,276.91p
KOSDAQ (07/16)	1,051.98p
자본금	443 억원
시가총액	697,803 억원
발행주식수(보통주)	44,446 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	573.6 만주
평균거래대금(60일)	9,165 억원
외국인지분(보통주)	31.96%
주요주주	
김범수 외 65 인	24.27%
국민연금공단	8.41%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.8	79.4	143.8
상대주가	9.8	69.0	62.5



인터넷·미드스몰캡 박지원

3771-9162, 20190004@iprovest.com



KYOBO 교보증권

2Q21E Preview 및 엔터-멜론 합병 코멘트

2Q21E 매출 1조 3,950억원(YoY +46.4%), OP 1,851억원(YoY +89.3%) 전망

카카오의 2021년 2분기 매출은 컨센서스에 부합하는 1조 3,950억원(YoY +46.4%, QoQ +10.9%) 전망. 특비즈·신사업·유료콘텐츠가 탑라인 성장을 이끄는 구조 자속될 것. 비즈보드 광고 매출은 광고 단가 및 클릭률 상승을 통해 876억원(YoY +87.5%, QoQ +12.2%) 기록 예상. 메시징 광고 매출은 카카오싱크 연동 제공 효과가 이어지며 일평균 8억원(QoQ +13.1%) 기대, 비즈보드 매출의 81.2% 규모로 올라섰을 것으로 보임. 카카오커머스 거래액은 1.5조원(YoY +52.6%, QoQ +8.0%)로 전망하며, 특히 샤넬 화장품 등 명품 부문 거래액 고성장해 커머스 매출 및 이익 성장에 기여했을 것. 1H21 전세계 비게임 앱 매출 순위 4위 등극한 픽코마는 2Q 거래액이 YoY +160% 증가한 2,314억원 달성 예상. 동사 2분기 영업이익 1,851억원(YoY +89.3%, QoQ +17.5%) 기록하며 컨센서스에 부합했을 것으로 보임. 일본 웹툰 시장 경쟁 강도가 계속해서 강화되면서 마케팅비용 1,046억원(YoY +171.4%, QoQ +55.6%) 부담 존재하나 수익성이 좋은 광고와 커머스 부문이 고성장하면서 영업이익률은 13.3%로 상승할 것으로 보임.

멜론 합병은 엔터 기업 가치 상승 서막의 시작. TP 190,000원 및 Top Pick 유지

7월 15일 카카오엔터테인먼트는 멜론컴퍼니 흡수합병 결정. 카카오엔터가 511만명의 유료가입자를 확보한 음원서비스 플랫폼 멜론을 인수함으로써 ① 보유한 K-POP IP의 활용도가 더욱 높아질 것으로 전망하며 ② 카카오TV 및 카카오구독ON 등 타 카카오 구독 서비스의 시너지 기대 가능 ③ 카카오엔터의 글로벌 IP 비즈니스는 향후 두나무의 NFT 종개 사업과도 협력할 수 있을 것.

현재 기준 카카오엔터+멜론 합산 기업가치는 9.1조원으로 추정되며 하반기 동남아·미국 플랫폼 거래액 성장 및 콘텐츠 벤류체인 협력 가시화 등에 따라 상향 가능. 2H21 카카오의 주가 상승 동력은 이와 같은 카카오엔터 및 모빌리티의 비즈니스 확대가 될 것으로 보임. 카카오에 대한 TP 190,000원 및 인터넷 섹터 Top Pick 유지.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12E	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	3,070	4,157	6,345	8,907	10,442
YoY(%)	27.0	35.4	52.6	40.4	17.2
영업이익(십억원)	207	456	904	1,433	1,858
OP 마진(%)	6.7	11.0	14.2	16.1	17.8
순이익(십억원)	-342	173	918	1,333	1,739
EPS(원)	-3,585	1,776	1,863	2,705	3,528
YoY(%)	적전	흑전	4.9	45.2	30.4
PER(배)	-42.8	219.3	85.6	59.0	45.2
PCR(배)	163.7	292.6	50.1	33.5	26.3
PBR(배)	2.5	5.5	10.1	8.6	7.2
EV/EBITDA(배)	28.9	45.5	60.0	41.0	32.5
ROE(%)	-5.8	2.7	12.4	15.7	17.4

[도표 1] 카카오 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출	868.4	952.9	1,100.4	1,235.1	1,258.0	1,395.0	1,751.4	1,940.4	4,156.8	6,344.8	8,907.1
YoY	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	46.4	59.2	57.1	35.4	52.6	40.4
QoQ	2.5	9.7	15.5	12.2	1.9	10.9	25.5	10.8			
플랫폼	441.8	492.7	554.4	657.0	668.8	771.0	845.6	968.0	2,145.9	3,253.4	4,516.1
YoY	45.2	45.5	45.8	46.0	46.4	46.5	46.7	46.8	49.6	51.6	38.8
QoQ	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.3	1.9	1.8			
① 톡비즈	224.7	248.4	284.4	360.3	361.5	397.2	432.0	519.2	1,117.9	1,710.0	2,307.7
YoY	77.1	78.8	75.1	62.6	60.9	59.9	51.9	44.1	72.0	53.0	35.0
QoQ	1.4	10.5	14.5	26.7	0.3	9.9	8.8	20.2			
② 포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	117.5	118.0	121.2	125.3	477.9	481.9	501.3
YoY	-7.8	-14.2	-3.9	-8.6	0.7	0.5	0.0	2.1	-8.7	0.8	4.0
QoQ	-13.1	0.7	3.1	1.3	-4.3	0.5	2.7	3.4			
③ 신사업	100.5	126.8	148.8	174.0	189.8	255.7	292.4	323.6	550.1	1,061.5	1,707.1
YoY	68.1	148.8	139.0	97.0	88.9	101.7	96.5	86.0	110.5	93.0	60.8
QoQ	13.8	26.2	17.4	16.9	9.1	34.7	14.3	10.7			
콘텐츠	426.6	460.2	546.0	578.1	589.2	624.0	905.8	972.4	2,010.9	3,091.4	4,391.0
YoY	8.5	13.3	26.3	43.3	38.1	35.6	65.9	68.2	23.0	53.7	42.0
QoQ	5.7	7.9	18.7	5.9	1.9	5.9	45.2	7.4			
① 게임	96.8	107.5	150.4	140.8	130.3	119.8	328.0	362.9	495.5	941.0	1,561.2
YoY	3.0	9.2	51.9	32.9	34.5	11.5	118.1	157.7	24.7	89.9	65.9
QoQ	-8.6	11.0	39.9	-6.4	-7.5	-8.1	173.8	10.6			
② 뮤직	150.7	151.0	155.7	161.7	156.8	157.6	157.1	159.6	619.2	631.1	634.6
YoY	9.8	4.4	2.8	5.5	4.0	4.3	0.9	-1.3	5.6	1.9	0.6
QoQ	-1.7	0.2	3.1	3.8	-3.0	0.5	-0.3	1.6			
③ 유료 콘텐츠	97.0	119.0	148.4	163.6	174.7	226.8	297.2	301.7	528.0	1,000.3	1,587.0
YoY	30.0	46.0	61.5	232.7	80.0	90.6	100.2	84.4	77.6	89.4	58.7
QoQ	97.3	22.6	24.7	10.2	6.8	29.8	31.0	1.5			
④ 카카오페이지	68.9	70.2	77.2	83.4	82.1	84.0	99.4	101.7	299.7	367.2	448.3
YoY	31.8	34.6	31.2	35.2	19.2	19.7	28.8	21.9	33.2	22.5	22.1
QoQ	11.6	1.9	9.9	8.1	-1.6	2.4	18.3	2.3			
⑤ 픽코마	28.1	48.8	71.2	80.2	92.6	142.7	197.8	200.0	228.3	633.0	1,138.7
YoY	25.6	66.2	115.3	#DIV/0!	229.0	192.6	177.6	149.4	169.2	177.3	79.9
QoQ	0.0	73.4	46.0	125	15.5	54.2	38.5	1.1			
⑥ IP 비즈니스	81.9	82.7	91.5	118.6	127.4	119.9	123.6	148.3	374.8	519.1	608.2
YoY	-6.1	1.2	1.6	24.7	55.5	45.0	35.0	25.0	5.8	38.5	17.2
QoQ	-13.8	0.9	10.7	29.6	7.4	-5.9	3.1	20.0			
영업비용	780.2	855.1	980.2	1,085.2	1,100.4	1,209.9	1,476.1	1,654.4	3,701.0	5,440.8	7,474.0
YoY	15.0	23.5	35.4	41.3	41.0	41.5	50.6	52.5	29.3	47.0	37.4
QoQ	1.6	9.6	14.6	10.7	1.4	10.0	22.0	12.1			
인건비	198.7	216.5	239.3	265.5	292.9	305.3	345.0	374.6	920.0	1,317.8	1,672.6
매출연동비	381.7	409.5	463.7	491.6	493.0	524.9	678.7	767.0	1,746.5	2,463.6	3,541.3
외주/인프라비	92.1	106.6	113.9	145.1	144.5	163.4	180.6	216.0	457.7	704.5	1,017.0
마케팅비	29.9	38.5	76.3	87.5	67.2	104.6	143.6	164.9	232.2	480.4	648.0
상각비	58.7	61.6	66.8	78.2	79.2	85.1	103.7	111.4	265.3	379.4	486.9
기타	19.1	22.3	20.3	17.4	23.6	26.5	24.5	20.4	79.1	95.0	108.1
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.9	157.5	185.1	275.3	286.0	456.1	903.9	1,433.0
YoY	218.9	141.6	103.5	88.3	78.6	89.3	129.0	90.9	120.5	98.2	58.5
QoQ	10.8	10.8	23.0	24.7	5.1	17.5	48.7	3.9			
OPM	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	13.3	15.7	14.7	11.0	14.2	16.1

자료: 교보증권 리서치센터

카카오 [035720]

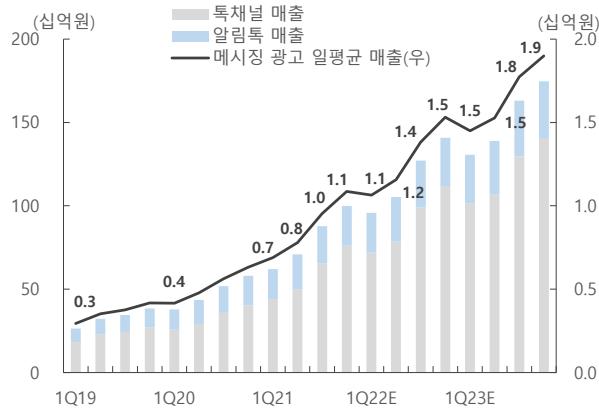
2Q21E Preview 및 엔터-멜론 합병 코멘트

[도표 2] 카카오 비즈보드 매출 예상



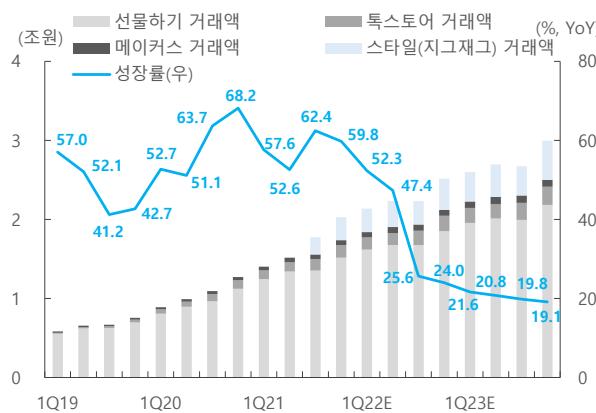
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 카카오 메시징 광고 매출 예상



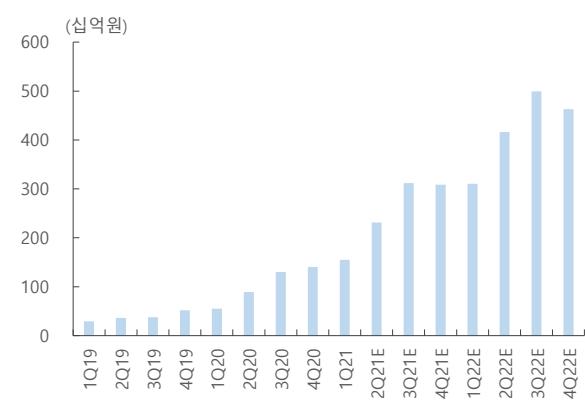
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 카카오커머스 거래액 및 성장을 예상



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 픽코마 분기별 거래액 예상



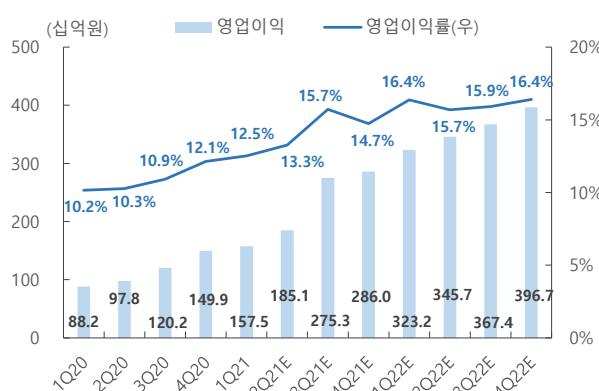
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 카카오 분기별 매출 및 성장을 전망



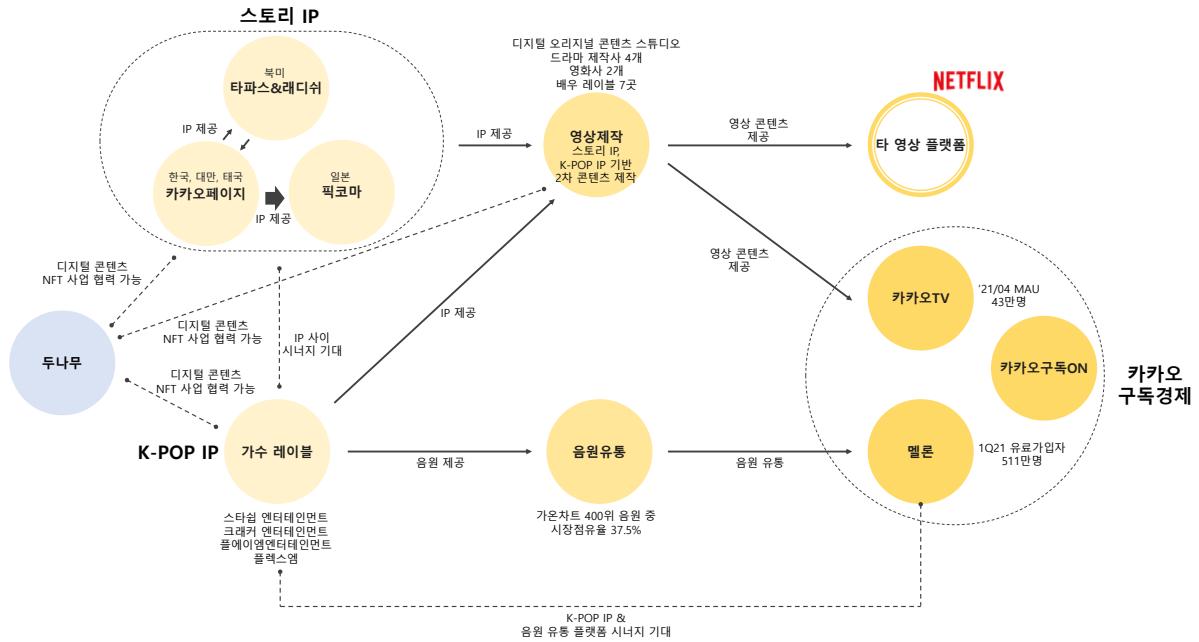
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 카카오 분기별 영업이익 및 영업이익률 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 카카오 디지털 콘텐츠 생태계



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 카카오 Valuation Table

(단위: 십억원)

12MF	
① 카카오 별도법인 가치	35,287.0
카카오 별도 12MF 매출	2,512.2
PSR Ratio (배)	14.0 스냅챗, 페이스북 12MF PSR 평균
② 자회사 지분 가치	45,658.7
③ 멜론컴퍼니 가치	2,025.1
12MF 멜론 가입자 (백만명)	5.0
가입자 당 가치 (원)	402,557 스포티파이, 텐센트뮤직 결제유저 당 시가총액 승수 평균
④ 게임즈 지분 가치	2,832.5 카카오게임즈 시가총액 * 카카오 지분율
카카오게임즈 시가총액	6,187.2
카카오 지분율	45.8%
⑤ 카카오엔터테인먼트 지분 가치	4,861.4
12MF 매출	1,173.6
PSR Ratio (배)	6.0 디즈니, 넷플릭스, 차이나리터리쳐 12MF PSR 평균
기업가치	7,076.3
카카오 지분율	68.7%
⑥ 재팬(픽코마) 지분 가치	10,142.2
12MF 픽코마 거래액	1,404.8
PSR Ratio	7.8 디즈니, 넷플릭스, 차이나리터리쳐 12MF PSR 평균 * 30% 할증
픽코마 기업가치	11,012.1
카카오 지분율	92.1%
⑦ 모빌리티 가치	3,188.9
12MF 매출	721.3
PSR Ratio	7.3 우버, 리프트 12MF PSR * 50% 할증
카카오모빌리티 기업가치	5,244.8
카카오 지분율	60.8%
⑧ 페이 지분 가치	9,161.8
카카오페이 가입자 수 (백만명)	37.0
가입자 당 가치 (원)	500,534 토스 가입자 기준 Valuation * 20% 할증
페이 기업가치	19,167.0
카카오 지분율	47.8%
⑨ 뱅크 지분 가치	5,699.0
1Q21 자기자본	2,849.5
PBR	6.3 글로벌 인터넷은행 2021E PBR 평균 * 4 배
카카오뱅크 기업가치	17,932.7
카카오 지분율	31.8%
⑩ 엔터프라이즈 가치	1,032.4 최근 투자유치시 Valuation * 카카오 지분율
⑪ 두나무 투자지분가치	6,715.4
12MF 업비트 순이익 예상	912.5
PER Ratio	34.6 Coinbase 2021년 예상 순이익 대비 상장 당시 시가총액 배수
두나무 기업가치	31,527.6
카카오 지분율	21.3%
⑫ 순현금	1,018.0 1Q21 별도 기준
⑬ SK 텔레콤 지분가치	403.4
총 기업 가치(①+②+③+④)	82,367.0
발행 주식 수 (천주)	443,523
적정 주가 (원)	185,711
목표 주가 (원)	190,000
현재 주가 (원)	157,000 7/16 종가
상승 여력	21.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[카카오 035720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,070	4,157	6,345	8,907	10,442
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,070	4,157	6,345	8,907	10,442
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,863	3,701	5,441	7,474	8,585
영업이익	207	456	904	1,433	1,858
영업이익률 (%)	6.7	11.0	14.2	16.1	17.8
EBITDA	426	722	1,162	1,695	2,129
EBITDA Margin (%)	13.9	17.4	18.3	19.0	20.4
영업외손익	-441	-42	412	477	634
관계기업손익	-20	9	528	423	423
금융수익	70	216	231	234	238
금융비용	-44	-73	-133	-135	-137
기타	-448	-194	-214	-44	110
법인세비용차감전순손익	-234	414	1,315	1,910	2,491
법인세비용	108	241	397	577	752
계속사업순손익	-342	173	918	1,333	1,739
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-342	173	918	1,333	1,739
당기순이익률 (%)	-11.1	4.2	14.5	15.0	16.7
비자매지분순이익	-41	18	94	136	178
지배지분순이익	-301	156	824	1,197	1,561
지배순이익률 (%)	-9.8	3.7	13.0	13.4	14.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	160	160	160	160
포괄순이익	-346	334	1,078	1,494	1,899
비자매지분포괄이익	-42	52	168	233	296
지배지분포괄이익	-304	282	910	1,261	1,603

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	753	971	1,047	1,549	2,027
당기순이익	0	0	918	1,333	1,739
비현금항목의 기감	695	427	516	805	987
감가상각비	139	176	185	197	213
외환손익	0	3	-9	-9	-9
지분변동기준의	-5	-212	-528	-423	-423
기타	561	461	869	1,040	1,205
자산부채의 증감	371	183	10	-13	50
기타현금흐름	-313	360	-398	-576	-749
투자활동 현금흐름	-414	-1,261	-671	-693	-717
투자자산	-696	-277	-60	-60	-60
유형자산	-106	-183	-201	-222	-244
기타	388	-801	-410	-411	-413
재무활동 현금흐름	322	1,305	1,760	889	888
단기차입금	-128	108	78	78	78
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	37	387	911	0	0
자본의 증가(감소)	300	0	0	0	0
현금배당	-10	-13	-13	-13	-14
기타	124	824	784	824	824
현금의 증감	671	976	684	431	714
기초 현금	1,247	1,918	2,894	3,578	4,009
기말 현금	1,918	2,894	3,578	4,009	4,723
NOPLAT	302	191	631	1,000	1,297
FCF	785	457	697	1,028	1,374

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,830	4,463	5,242	5,914	6,800
현금및현금성자산	1,918	2,878	3,578	4,009	4,723
매출채권 및 기타채권	388	467	608	772	876
재고자산	49	46	70	98	115
기타유동자산	474	1,073	985	1,034	1,086
비유동자산	5,908	6,987	8,075	8,950	10,032
유형자산	350	431	448	472	502
관계기업투자금	979	1,504	2,092	2,574	3,056
기타금융자산	649	1,094	1,388	1,430	1,473
기타비유동자산	3,930	3,958	4,148	4,474	5,001
자산총계	8,737	11,954	13,821	15,367	17,335
유동부채	2,134	2,628	2,690	2,797	2,895
매입채무 및 기타채무	677	994	1,013	1,037	1,051
차입금	11	130	209	287	365
유동성채무	0	40	0	0	0
기타유동부채	1,445	1,464	1,468	1,473	1,479
비유동부채	564	1,166	2,119	2,163	2,210
차입금	7	5	917	917	917
사채	40	322	322	322	322
기타비유동부채	516	839	881	925	971
부채총계	2,997	4,526	5,542	5,693	5,837
자본지분	5,225	6,299	7,020	8,204	9,751
자본금	43	44	44	44	44
자본잉여금	5,043	5,833	5,833	5,833	5,833
이익잉여금	148	316	1,128	2,312	3,858
기타자본변동	7	19	19	19	19
비자매지분	515	1,129	1,258	1,470	1,747
자본총계	5,740	7,428	8,278	9,674	11,498
총차입금	693	892	1,861	1,959	2,058

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-3,585	1,776	1,863	2,705	3,528
PER	-42.8	219.3	85.6	59.0	45.2
BPS	60,603	71,173	15,865	18,540	22,035
PBR	2.5	5.5	10.1	8.6	7.2
EBITDAPS	5,069	8,245	2,625	3,831	4,811
EV/EBITDA	28.9	45.5	60.0	41.0	32.5
SPS	7,313	9,490	15,218	21,363	25,045
PSR	21.0	41.0	10.5	7.5	6.4
CFPS	9,351	5,222	1,576	2,323	3,106
DPS	127	150	30	33	33

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	27.0	35.4	52.6	40.4	17.2
영업이익 증가율	183.5	120.4	98.3	58.5	29.6
순이익 증가율	적전	흑전	429.6	45.2	30.4
수익성					
ROIC	9.3	7.5	28.2	42.4	52.3
ROA	-3.6	1.5	6.4	8.2	9.5
ROE	-5.8	2.7	12.4	15.7	17.4
안정성					
부채비율	52.2	60.9	66.9	58.8	50.8
순자본금비율	7.9	7.5	13.5	12.7	11.9
이자보상배율	16.1	24.1	21.2	32.1	39.9

카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 고리율 추이

일자	투자의견	목표주가	고리율 평균	고리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	고리율 평균	고리율 최고/최저
2019.02.14	매수	27,000	(19.89)	(4.81)	2021.01.13	매수	96,000	(5.89)	(1.35)
2019.05.10	매수	31,000	(17.92)	(13.55)	2021.02.09	매수	96,000	(3.23)	7.08
2019.05.28	매수	31,000	(18.95)	(13.55)	2021.02.22	매수	110,000	(11.98)	(8.91)
2019.07.03	매수	31,000			2021.04.05	매수	110,000	(7.30)	9.55
담당자 변경									
2020.09.22	매수	84,000	(12.65)	(9.17)	2021.04.22	매수	140,000	(16.51)	(13.21)
2020.10.08	매수	84,000	(12.25)	(9.17)	2021.05.07	매수	140,000	(14.16)	1.79
2020.10.13	매수	84,000	(15.22)	(9.17)	2021.06.15	매수	140,000	(10.97)	13.57
2020.11.06	매수	88,000		(100.00)	2021.06.23	매수	190,000	(18.16)	(17.37)
2020.11.09	매수	88,000	(13.86)	3.98	2021.06.29	매수	190,000	(16.84)	(14.21)
					2021.07.06	매수	190,000	(16.10)	(14.21)
					2021.07.19	매수	190,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었습니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바랍니다. 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 저작재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공사점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관계자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2021.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.0	3.3	1.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급]

향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익이 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하