

4Q21 Review: 자신감있는 가이던스

일회성 비용을 제거하면 매출, 영업이익 모두 컨센 부합

카카오는 4분기 매출액 1조 7,852억원(YoY +44.5%), 영업이익 1,085억원(YoY -27.5%)을 기록했다. 매출액은 컨센시스(1조 7,287억원)를 소폭 상회했으며, 영업이익은 일견 쇼크로 보일 수 있으나 카카오벤처스 일회성 상여금 617억원을 더할 경우 컨센시스에 부합하는 실적이 나왔다. 광고와 커머스 매출은 예상했던 대로 역기지 효과로 인해 상저하고의 패턴을 보였으나, 예상할 수 있는 수준이었다. 여기에 사측이 높은 베이스에도 불구하고, 올해 독비즈 매출이 전년도에 준하는 성장률(43%)을 기록할 수 있을 것이라고 자신감을 표현하면서 본업 관련 불확실성은 해소되었다. 게임 역성장으로 인한 매출 감소분은 플랫폼 기타 매출이 전분기 대비 56.7%로 성장하면서 상쇄했다. 플랫폼 기타 매출에는 기존에 포함되었던 페이먼즈, 모빌리티에 더해, 이번 분기 실적 기여를 시작한 엔터프라이즈의 클라우드 사업 매출과 블록체인 사업부 매출이 포함되어 있다.

신사업 모멘텀은 끝나지 않았을 수 있다

페이, بانک, 모빌리티, 엔터 등 끝없이 사업을 확대해 온 카카오지만, 작년 한해 다양한 규제 이슈가 터지며 향후 사업 확장성에 대한 의문 부호가 생겼던 것은 사실이다. 4분기 플랫폼 기타 매출 성장은 그러한 의문 부호를 일부 지워줄 수 있는 실적이라고 판단한다. 페이/모빌리티/엔터프라이즈/블록체인 사업부별 매출은 공개하지 않으나, QoQ 1,400억원 성장분 중 실적을 발표한 페이의 기여분 100억원을 제외하고, 나머지 사업부들이 고르게 기여했을 것으로 추정한다. 4분기말 기준 카카오T블루 가맹 택시 대수는 36,000대로 QoQ로 20% 증가하며 견조한 성장을 보였다. 엔터프라이즈의 클라우드 사업 매출도 수 백 억원 대의 매출을 기여한 것으로 보인다. 블록체인 사업부 매출은 크게 1) 클레이튼 체인 상 서비스 개발 B2B 솔루션 매출, 2) 마이닝 보상, 3) NFT거래소 클립드롭스 중개수수료 등으로 구성된다. 공개된 클립드롭스 거래 규모를 고려했을 때 아직 기여는 크지 않으나, 클레이튼 체인의 성장에 따라 1), 2), 3) 매출 모두 동반 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

글로벌 피어 밸류 하락 반영해 목표주가 하향

상장 자회사 기업가치 감소 및 글로벌 피어 기업의 밸류에이션 하향으로 인해 목표주가를 135,000원으로 19% 하향한다. 12개월 선행 기준 카카오의 P/E는 34배로 매출 성장률 고려 시 밸류에이션 매력에 상대적으로 높아진 상황이다. 글로벌 광고 업체들의 부진이 예상되는 상황에서 카카오 광고는 의외의 선전이 예상되고, 신사업 성장 모멘텀은 지속될 것으로 기대되는 만큼 투자 매력도 높다고 판단한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 135,000원(하향) | CP(2월11일): 91,700원

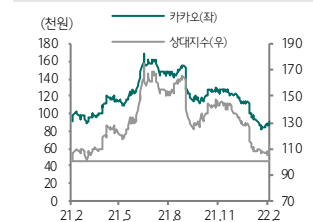
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,747.71
52주 최고/최저(원)	169,500/8,260
시가총액(십억원)	40,894.7
시가총액비중(%)	1.89
발행주식수(천주)	445,962.1
60일 평균 거래량(천주)	2,426.8
60일 평균 거래대금(십억원)	253.5
21년 배당금(예상, 원)	30
21년 배당수익률(예상, %)	0.02
외국인지분율(%)	28.42
주요주주 지분율(%)	
김범수 외 65인	24.19
국민연금공단	7.42
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.5) (36.3) (6.3)
상대	2.8 (25.4) 5.7

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	6,079.7	7,758.4
영업이익(십억원)	652.8	997.7
순이익(십억원)	1,619.1	1,110.7
EPS(원)	3,348	2,279
BPS(원)	19,114	21,339

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	3,070.1	4,156.8	6,136.1	8,285.5	10,048.9
영업이익	십억원	206.8	455.9	596.9	986.8	1,034.5
세전이익	십억원	(234.3)	414.3	2,292.4	1,651.1	1,698.8
순이익	십억원	(301.0)	155.6	1,524.2	1,192.1	1,226.5
EPS	원	(717)	355	3,430	2,677	2,754
증감율	%	적전	흑전	866.20	(21.95)	2.88
PER	배	(42.82)	219.44	32.80	34.25	33.30
PBR	배	2.53	5.47	5.73	4.12	3.67
EV/EBITDA	배	28.97	45.48	59.89	42.80	41.64
ROE	%	(5.81)	2.70	20.27	12.78	11.65
BPS	원	12,123	14,237	19,626	22,273	24,998
DPS	원	25	30	30	30	30

Analyst 윤예지

02-3771-3306

yj.yoon@hanafn.com

표 1 카카오 실적현황 및 전망

	2020	2021P	2022F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
매출액	4,156,816	6,136,098	8,285,481	1,257,965	1,352,195	1,740,778	1,785,161	1,866,074	2,033,100	2,080,369	2,305,938
성장률(%)	35.4	47.6	36.2	44.9	41.9	58.2	44.5	48.3	50.4	19.5	29.2
플랫폼	2,247,923	3,240,827	4,544,610	695,520	761,751	778,726	1,004,830	1,040,779	1,107,599	1,140,194	1,256,038
특비즈	1,148,979	1,643,921	2,231,276	373,552	390,455	404,902	475,012	500,765	538,735	555,481	636,295
포털비즈	477,951	492,503	507,279	117,464	125,132	119,162	130,745	120,988	128,886	122,737	134,668
플랫폼기타	620,993	1,104,403	1,806,056	204,504	246,164	254,662	399,073	419,026	439,978	461,976	485,075
콘텐츠	1,908,892	2,895,271	3,740,872	562,445	590,444	962,052	780,330	825,295	925,501	940,175	1,049,900
게임	495,458	998,759	1,526,055	130,291	128,564	463,077	276,827	309,027	387,348	373,143	456,536
뮤직	705,324	772,516	830,129	184,589	188,078	197,107	202,742	198,355	202,105	211,807	217,862
스토리	527,987	791,082	979,816	174,661	186,372	218,750	211,300	223,978	237,416	251,661	266,761
미디어	180,123	332,914	404,872	72,904	87,430	83,118	89,462	93,935	98,632	103,564	108,742
영업비용	3,700,961	5,539,239	7,298,683	1,100,420	1,189,586	1,572,605	1,676,628	1,635,157	1,769,103	1,849,293	2,045,130
인건비	920,206	1,413,838	1,846,872	292,915	301,048	307,182	512,693	391,505	429,845	478,241	547,282
매출연동비	1,746,443	2,477,142	3,148,483	493,029	530,262	805,810	648,040	709,108	772,578	790,540	876,257
외주/인프라	457,680	740,996	1,007,982	144,484	164,925	197,792	233,795	239,094	249,794	252,698	266,397
마케팅	232,274	435,067	597,077	67,223	91,129	148,070	128,644	134,475	146,511	149,918	166,173
상각비	265,290	367,717	546,305	79,152	78,794	89,057	120,714	126,749	133,087	139,741	146,728
기타	79,069	104,480	151,963	23,616	23,428	24,694	32,742	34,226	37,289	38,156	42,293
영업이익	455,855	596,860	986,798	157,545	162,609	168,173	108,533	230,918	263,996	231,076	260,808
성장률(%)	120.4	30.9	110.5	78.6	66.3	39.9	(27.5)	46.6	62.4	37.4	140.3
이익률(%)	11.0	9.7	11.9	12.5	12.0	9.7	6.1	12.4	13.0	11.1	11.3
세전이익	414,271	2,292,396	1,651,129	318,703	349,681	1,071,814	552,198	395,979	428,035	396,958	430,157
이익률(%)	10.0	37.4	19.9	25.3	25.9	61.6	30.9	21.2	21.1	19.1	18.7
지배주주순이익	155,623	1,397,679	878,401	224,536	311,660	779,121	82,361	210,661	227,715	211,181	228,844
이익률(%)	3.7	22.8	10.6	17.8	23.0	44.8	4.6	11.3	11.2	10.2	9.9

자료: 하나금융투자

표 2. 카카오 기업가치 SOTP 분석

	사업 부문	기업 가치(십억 원)	설명
플랫폼 가치	특비즈 + 포털비즈	27,090.0	- 22년 예상 매출 2.8조 원, 예상 영업이익률 30%, 법인세율 25% 가정 - Z홀딩스(4689.JP) 12개월 선행 PER 43배
주요 자회사	카카오엔터테인먼트	7,713.3	- 지분율: 73.6%
	카카오M	2,400.0	- 20년 3월 홍콩 PEF 앵커에쿼티 2,000억원 투자 유치 시 밸류 1.6조 원에 50% 할증
	카카오페이지, 카카오웹툰	4,960.0	- 22년 예상 GMV 8,000억 원 - 카카오재팬 12MF EV/GMV 6.2배 적용
	멜론	2,040.0	- 22년 예상 매출 8,500억원, 예상 영업이익률 15% - 텐센트뮤직(TME.US) 12M FWD PER 16배
	래디쉬, 타파스	1,080.0	- 래디쉬, 타파스 각각 최신 유상증자 기준 4,800억원, 6,000억원 가치 인정
	카카오게임즈	1,914.3	- 전일 기준 시가총액 20% 할인 반영 - 지분율: 43.5%
	카카오페이	6,316.1	- 전일 기준 시가 총액 20% 할인 반영 - 지분율: 47.3%
	카카오모빌리티	2,822.4	- 21년 12월 GS리테일로부터 4.9조원 밸류로 650억원 투자 유치 - 지분율: 57.6%
	카카오픽코마	5,832.0	- 21년 5월 홍콩계 PEF인 앵커에쿼티가 5,600억원 투자해 지분 7.1% 확보. 기업가치 8조원 - 지분율: 72.9%
	카카오엔터프라이즈	1,306.5	- 전직원 17만 주 스톡옵션 발행 가격 기준 기업가치 1.5조 - 지분율: 87.1%
주요 지분가치	카카오뱅크	4,430.2	- 전일 기준 시가총액. 30% 할인 반영 - 지분율: 27.3%
	두나무	1,526.0	- 하이브 투자 시 두나무 기업가치 20조원. 30% 할인 반영 - 지분율: 10.9%
기타	순차입금	(209.4)	별도 기준
	적정 기업가치(십억 원)	59,160.2	
	주식 수	445,962,051.0	
	목표주가(원)	132,657.4	
	전일 종가(원)	91,700.0	
	업사이드(%)	44.7	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,070.1	4,156.8	6,136.1	8,285.5	10,048.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3,070.1	4,156.8	6,136.1	8,285.5	10,048.9
판매비	2,863.3	3,701.0	5,539.2	7,298.7	9,014.4
영업이익	206.8	455.9	596.9	986.8	1,034.5
금융손익	26.4	143.4	(137.5)	(91.1)	(91.1)
종속/관계기업손익	(19.8)	8.7	507.1	560.0	560.0
기타영업외손익	(447.7)	(193.7)	1,325.9	195.4	195.4
세전이익	(234.3)	414.3	2,292.4	1,651.1	1,698.8
법인세	107.7	240.9	650.5	396.3	407.7
계속사업이익	(341.9)	173.4	1,641.9	1,254.9	1,291.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(341.9)	173.4	1,641.9	1,254.9	1,291.1
비배주주지분 순이익	(40.9)	17.7	117.8	62.7	64.6
지배주주순이익	(301.0)	155.6	1,524.2	1,192.1	1,226.5
지배주주지분포괄이익	(304.3)	281.6	1,833.6	1,254.9	1,291.1
NOPAT	301.8	190.8	427.5	750.0	786.2
EBITDA	425.6	722.3	899.3	1,220.6	1,219.0
성장성(%)					
매출액증가율	27.02	35.40	47.62	35.03	21.28
NOPAT증가율	3,291.01	(36.78)	124.06	75.44	4.83
EBITDA증가율	104.62	69.71	24.51	35.73	(0.13)
영업이익증가율	183.68	120.45	30.93	65.32	4.83
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	879.56	(21.79)	2.89
EPS증가율	적전	흑전	866.20	(21.95)	2.88
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	13.86	17.38	14.66	14.73	12.13
영업이익률	6.74	10.97	9.73	11.91	10.29
계속사업이익률	(11.14)	4.17	26.76	15.15	12.85

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(717)	355	3,430	2,677	2,754
BPS	12,123	14,237	19,626	22,273	24,998
CFPS	840	1,371	5,010	4,232	4,229
EBITDAPS	1,014	1,649	2,024	2,741	2,737
SPS	7,313	9,490	13,809	18,604	22,564
DPS	25	30	30	30	30
주가지표(배)					
PER	(42.82)	219.44	32.80	34.25	33.30
PBR	2.53	5.47	5.73	4.12	3.67
PCR	36.55	56.82	22.46	21.67	21.68
EV/EBITDA	28.97	45.48	59.89	42.80	41.64
PSR	4.20	8.21	8.15	4.93	4.06
재무비율(%)					
ROE	(5.81)	2.70	20.27	12.78	11.65
ROA	(3.61)	1.50	10.56	6.59	6.09
ROIC	8.89	6.36	19.48	65.31	196.88
부채비율	52.21	60.94	61.82	64.98	62.05
순부채비율	(24.72)	(36.67)	(54.97)	(63.55)	(69.21)
이자보상배율(배)	16.15	24.06	0.00	0.00	0.00

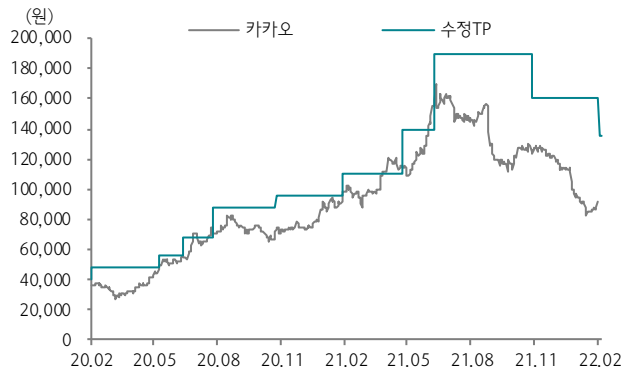
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,829.7	4,462.9	8,053.0	9,994.3	11,641.4
금융자산	2,198.5	3,711.8	7,317.3	9,044.0	10,606.1
현금성자산	1,918.2	2,877.5	5,203.7	6,635.4	8,080.6
매출채권	157.2	247.4	357.5	461.8	503.1
재고자산	49.4	45.8	66.2	85.5	93.2
기타유동자산	424.6	457.9	312.0	403.0	439.0
비유동자산	5,907.6	6,987.4	8,067.1	8,504.8	8,586.3
투자자산	1,627.7	2,598.4	3,704.1	4,375.6	4,641.6
금융자산	648.8	1,094.0	1,529.8	1,566.9	1,581.7
유형자산	349.8	430.7	380.3	247.6	161.2
무형자산	3,548.4	3,351.6	3,394.3	3,293.2	3,195.1
기타비유동자산	381.7	606.7	588.4	588.4	588.4
자산총계	8,737.3	11,954.0	16,903.2	19,282.3	21,010.8
유동부채	2,133.8	2,627.6	3,452.9	4,395.2	4,768.5
금융부채	535.0	284.2	283.0	323.4	339.4
매입채무	28.9	37.7	54.4	70.3	76.6
기타유동부채	1,569.9	2,305.7	3,115.5	4,001.5	4,352.5
비유동부채	563.8	1,166.1	1,960.5	2,155.3	2,232.5
금융부채	244.6	704.0	1,292.6	1,292.6	1,292.6
기타비유동부채	319.2	462.1	667.9	862.7	939.9
부채총계	2,997.1	4,526.2	6,457.4	7,594.5	8,044.9
지배주주지분	5,225.3	6,298.9	8,739.5	9,918.6	11,132.2
자본금	43.2	44.3	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	5,043.2	5,833.1	6,525.3	6,525.3	6,525.3
자본조정	7.2	18.6	44.3	44.3	44.3
기타포괄이익누계액	(16.4)	86.6	282.8	282.8	282.8
이익잉여금	148.2	316.3	1,842.6	3,021.7	4,235.3
비지배주주지분	514.8	1,128.8	1,706.4	1,769.2	1,833.7
자본총계	5,740.1	7,427.7	10,445.9	11,687.8	12,965.9
순금융부채	(1,418.9)	(2,723.6)	(5,741.7)	(7,428.0)	(8,974.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	752.7	971.1	2,683.9	2,459.2	1,860.1
당기순이익	(341.9)	173.4	1,641.9	1,254.9	1,291.1
조정	72	61	8	23	18
감가상각비	218.8	266.5	302.5	233.8	184.5
외환거래손익	0.0	2.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(5.3)	(293.3)	(425.6)	0.0	0.0
기타	(141.5)	85.2	131.1	(210.8)	(166.5)
영업활동 자산부채 변동	370.8	183.3	963.8	970.6	384.5
투자활동 현금흐름	(414.2)	(1,260.7)	(1,731.7)	(966.5)	(382.9)
투자자산감소(증가)	(768.9)	(841.5)	(714.1)	(671.5)	(266.0)
자본증가(감소)	(99.3)	(168.8)	(91.9)	0.0	0.0
기타	454.0	(250.4)	(925.7)	(295.0)	(116.9)
재무활동 현금흐름	322.2	1,305.4	1,358.5	27.4	3.0
금융부채증가(감소)	111.2	208.6	587.4	40.4	16.0
자본증가(감소)	397.1	791.0	692.4	0.0	0.0
기타재무활동	(175.8)	319.1	91.6	0.0	0.0
배당지급	(10.3)	(13.3)	(12.9)	(13.0)	(13.0)
현금의 증감	671.2	976.1	2,267.0	1,431.7	1,445.1
Unlevered CFO	352.6	600.7	2,226.1	1,885.0	1,883.3
Free Cash Flow	646.3	787.9	2,589.9	2,459.2	1,860.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

카카오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.14	BUY	135,000		
21.11.9	BUY	160,000	-31.72%	-19.38%
21.6.21	BUY	190,000	-26.15%	-10.79%
21.5.7	BUY	140,000	-10.59%	10.71%
21.2.10	BUY	110,000	-5.04%	10.45%
20.11.5	BUY	96,000	-16.36%	-1.35%
20.8.7	BUY	88,000	-16.12%	-6.36%
20.6.24	BUY	68,000	-5.18%	8.97%
20.5.21	BUY	56,000	-6.54%	0.54%
20.2.14	BUY	48,000	-26.73%	-3.54%
19.11.8	BUY	40,000	-20.83%	-10.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.38%	4.62%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 02월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤예지)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 2월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤예지)는 2022년 2월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.