

카카오 (035720.KS)

실적 회복에 거는 기대

Company Comment | 2023. 4. 14

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

1분기까지는 경기 둔화 영향 불가피. 상반기 중 카카오톡 개편이 예정되어 있고, 이에 따라 광고 경기 회복과 함께 하반기 매출 성장 기대

이제는 본업 회복에 집중할 때

카카오에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 82,000원에서 80,000원으로 하향. 동사의 목표주가는 Sum of the Parts Valuation으로 산정하고 있는데, 실적 추정치 하향에 따른 광고, 포털 사업의 기업가치 하락과 상장 자회사(카카오게임즈, 카카오페이, 카카오뱅크)의 주가 하락을 반영. 반면, 3월 28일 인수한 에스엠엔터테인먼트의 가치는 목표주가에 추가 반영함. 빠르면 2분기부터 연결기준 실적에 포함될 수 있음

에스엠엔터테인먼트 인수라는 큰 이벤트가 끝나고, 이제는 본업의 성장을 보여줘야 할 시기. 1분기까지는 광고 비수기와 경기 둔화 영향으로 부진하겠지만, 2분기부터 광고 경기 회복과 함께 첫번째 친구 탭의 광고 슬롯 확대가 이제는 실적에 조금씩 기여할 것으로 기대. 상반기 중 예정되어 있는 오픈채팅 탭 분리와 프로필 영역 개편에 따라 하반기부터 매출 성장 전망

부진한 1분기 실적 추정

카카오의 1분기 실적은 매출액 1.85조원(+12.0% y-y, +4.3% q-q), 영업이익 1,161억원(-26.8% y-y, +15.7% q-q)으로 영업이익은 당사 추정치 1,658억원과 시장 컨센서스 1,355억원을 하회할 것. 경기둔화에 따라 광고 사업 부진이 불가피해 실적에 영향을 미친 것으로 판단

특비즈는 4,933억원(+7.0% y-y, -5.1% q-q) 추정. 이 중 광고 매출은 2,589억원(+3.6% y-y, -5.3% q-q)으로 경기 둔화 영향을 크게 받은 것으로 파악됨. 다만, 커머스는 2,343억원(+11.0% y-y, -4.9% q-q)으로 선방한 것으로 예상. 플랫폼 기타는 3,831억원(+23.2% y-y, +9.8% q-q)으로 택시/대리 사업의 성장과 KM파크 인수 영향으로 성장세 지속. 스토리는 2,461억원(+2.3% y-y, +11.1% q-q)으로 마케팅 축소로 성장세가 줄어들고 있으나 수익성은 개선되고 있는 상황

Buy (유지)

목표주가	80,000원 (하향)		
현재가 ('23/04/13)	59,500원		
업종	인터넷		
KOSPI / KOSDAQ	2,561.66 / 894.25		
시가총액(보통주)	26,516.6십억원		
발행주식수(보통주)	443.8백만주		
52주 최고가('22/04/14)	96,100원		
최저가('22/10/13)	47,300원		
평균거래대금(60일)	135.9십억원		
배당수익률(2023E)	0.07%		
외국인지분율	26.1%		
주요주주			
김범수 외 72 인	24.1%		
국민연금공단	6.4%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-4.0	25.8	-37.9
상대수익률 (%)	-10.6	6.2	-34.1

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	7,107	8,125	9,123	10,102
증감률	15.8	14.3	12.3	10.7
영업이익	580.3	699.9	844.9	998.7
증감률	-2.5	20.6	20.7	18.2
영업이익률	8.2	8.6	9.3	9.9
(지배)순이익	1,353	592.6	687.7	773.2
EPS	3,037	1,334	1,550	1,742
증감률	-3.0	-56.1	16.2	12.4
PER	17.5	44.6	38.4	34.1
PBR	2.4	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	20.2	19.5	16.7	15.0
ROE	13.5	6.1	7.0	7.4
부채비율	69.7	73.3	72.3	71.8
순차입금	-3,762	-2,622	-2,693	-2,655

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 안재민
02)768-7647, jaemin.ahn@nhq.com
RA 김도희
02)2229-6883, dohee.kim@nhq.com

카카오 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E					2Q23F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	1,652	1,822	1,859	1,774	1,850	12.0	4.3	1,871	1,845	1,939
영업이익	158.7	171.0	150.3	100.3	116.1	-26.8	15.7	165.8	135.5	148.8
영업이익률	9.6	9.4	8.1	5.7	6.3	-	-	8.9	7.3	7.7
세전이익	1,760	236.5	236.7	-928.5	174.0	-90.1	흑전	219.9	173.1	255.5
(지배)순이익	1,303	67.6	106.3	-124.1	98.2	-92.5	흑전	124.1	133.8	135.7

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

카카오는 카카오톡의 플랫폼을 기반으로 광고, 게임, 커머스, 콘텐츠, 핀테크 등 다양한 서비스를 제공하는 업체. 2022년 매출액은 7조1,068억원(+ 15.8% y-y)이며 매출 비중은 특비즈 26.8%, 게임 15.6%, 스토리 13.0%, 미디어 5.8% 등으로 구성. 카카오톡의 압도적인 MAU(4,704만명)를 활용한 플랫폼 사업의 본격적인 성장 기대

Share price drivers/Earnings Momentum

- 특비즈보드의 본격적인 도입으로 인한 광고 매출 성장
- 웹툰-IP-콘텐츠-미디어-연예매니지먼트의 밸류 체인 확보를 통한 콘텐츠 매출 성장

Downside Risk

- 성장주로 인한 높은 Valuation 부담
- 금리, 인플레이션, 유가 등 외부 변수에 영향을 미침
- 정부의 플랫폼 사업에 대한 규제

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Alphabet	20.6	17.2	4.7	4.1	24.3	25.7
Meta Platforms	21.5	17.2	3.9	2.9	19.8	21.6
Amazon	74.7	41.0	5.7	4.4	11.6	14.4
Tencent	64.4	30.4	8.7	6.6	18.1	28.2
Alibaba	28.9	17.1	1.8	2.4	9.2	11.4

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	35.9	17.5	44.6	38.4	34.1
PBR	5.0	2.4	2.8	2.6	2.4
PSR	8.1	3.3	3.3	2.9	2.6
ROE	17.1	13.5	6.1	7.0	7.4
ROIC	20.4	-0.8	11.9	7.6	8.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	499	932	1,464	1,972	2,417	3,070	4,157	6,137	7,107
영업이익	176	89	116	165	73	207	456	595	580
영업이익률(%)	35.4	9.5	7.9	8.4	3.0	6.7	11.0	9.7	8.2
세전이익	169	110	100	153	131	-234	414	2,294	1,304
순이익	150	79	65	125	16	-342	173	1,646	1,063
지배지분순이익	150	76	58	109	48	-301	156	1,392	1,353
EBITDA	199	164	230	295	208	426	722	968	1,162
CAPEX	13	76	81	75	97	106	183	216	453
Free Cash Flow	208	86	236	297	394	646	788	1,090	225
EPS(원)	6,116	1,269	874	1,602	613	-3,585	1,776	3,132	3,037
BPS(원)	42,218	42,472	50,765	59,332	61,602	60,603	71,173	22,391	22,444
DPS(원)	173	167	148	148	127	127	150	53	60
순차입금	-640	-574	113	-908	-1,525	-1,657	-3,062	-5,067	-3,762
ROE(%)	11.4	3.0	1.9	2.9	1.0	-5.8	2.7	17.1	13.5
ROIC(%)	22.3	3.3	5.4	3.8	-0.6	8.3	10.0	20.4	-0.8
배당성장률(%)	6.7	13.3	17.3	9.3	21.0	-3.5	8.3	1.7	1.9
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
순차입금 비율(%)	-26.0	-22.2	3.1	-20.3	-27.1	-28.9	-41.2	-37.3	-27.8

자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

**목표주가 80,000원으로
하향**

카카오에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 82,000원에서 80,000원으로 하향한다.

당사는 카카오의 목표주가 산정 시 카카오의 사업부와 자회사 가치를 합산해 고려하며, 합산가치를 35.3조원으로 추정한다. 목표주가 하향은 2023년 이후 실적 추정치 하향에 따라 광고, 포털 사업의 가치를 조정하였으며, 최근 자회사 카카오게임즈, 카카오페이, 카카오뱅크의 주가 하락도 반영하였다. 반면, 3월말 인수한 에스엠엔터테인먼트의 가치는 추가적으로 반영하였다.

목표주가 80,000원은 2023년 예상 EPS, BPS 대비 각각 60.0배, 3.7배 수준이며, 현재 주가 대비 상승여력은 34.5%이다.

표1. Sum of the Parts Valuation을 적용한 목표주가는 80,000원

	적정가치(십억원)	주당가치(원)	비고
카카오톡 광고 사업 가치 - ①	6,653	14,932	
2023년 예상 특비즈 매출	1,109		영업이익률 50% 가정
Target PER	15.0		
카카오커머스 사업 가치 - ②	4,052	9,093	거래대금 대비 0.4배수 적용
포털 가치 - ③	1,099	2,467	
2023년 예상 포털광고 매출	382		영업이익률 30% 가정
Target PER	12.0		
카카오게임즈 가치 - ④	1,410	3,163	최근 1개월 주가 평균 적용. 카카오 지분 45.2%
카카오페이 가치 - ⑤	3,566	8,003	최근 1개월 주가 평균 적용. 카카오 지분 47.0%
카카오뱅크 가치 - ⑥	3,121	7,005	최근 1개월 주가 평균 적용. 카카오 지분 27.2%
에스엠엔터테인먼트 가치 - ⑦	910	2,043	3월 28일 이후 주가 평균 적용. 카카오 연결 기준 지분 40.2%
카카오엔터테인먼트 가치 - ⑧	8,786	19,718	카카오페이지, 카카오M, 멜론 합산 기업가치 12.8조원 중 카카오 지분 68.4% 반영
카카오재팬(픽코마) 가치 - ⑨	2,854	6,405	2023년 예상 매출액 PSR 3배 적용
카카오모빌리티 가치 - ⑩	1,854	4,161	2023년 예상 매출액 PSR 3배 적용. 카카오 지분 57.7%
카카오 Enterprise 가치 - ⑪	989	2,221	2021년 1월 유상증자 가격 적용. 카카오 지분 87.4%
합산가치 (①~⑪)	35,295	79,210	

자료: NH 투자증권 리서치본부

표2. 카카오 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	7,107	8,125	9,123	10,102
	- 수정 전	-	8,258	9,193	10,053
	- 변동률	-	-1.6	-0.8	0.5
영업이익	- 수정 후	580.3	699.9	844.9	998.7
	- 수정 전	-	791.9	957.7	1,051
	- 변동률	-	-11.6	-11.8	-5.0
영업이익률(수정 후)		8.2	8.6	9.3	9.9
EBITDA		1,162	1,418	1,660	1,872
(지배지분)순이익		1,353	592.6	687.7	773.2
EPS	- 수정 후	3,037	1,334	1,550	1,742
	- 수정 전	-	1,423	1,634	1,743
	- 변동률	-	-6.3	-5.1	-0.1
PER		17.5	44.6	38.4	34.1
PBR		2.4	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA		20.2	19.5	16.7	15.0
ROE		13.5	6.1	7.0	7.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 카카오 분기별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023E	2024E
매출액	1,651.7	1,822.3	1,858.7	1,774.4	1,850.0	1,939.3	2,115.3	2,219.9	7,107.1	8,124.5	9,123.5
플랫폼	886.0	930.7	986.9	966.8	969.6	993.0	1,053.0	1,151.8	3,770.4	4,167.5	4,710.5
특비즈	461.0	453.2	467.4	520.1	493.3	488.1	505.3	599.3	1,901.7	2,085.9	2,365.3
포털비즈	114.0	102.4	109.8	97.9	93.2	91.7	101.8	95.1	424.1	381.8	361.7
플랫폼 기타	311.0	375.1	409.8	348.8	383.1	413.2	446.0	457.4	1,444.6	1,699.8	1,983.5
콘텐츠	765.7	891.7	871.8	807.6	880.4	946.3	1,062.2	1,068.1	3,336.8	3,957.1	4,413.0
게임	245.8	336.8	296.1	230.8	295.2	329.8	419.8	429.7	1,109.5	1,474.5	1,645.2
뮤직	204.4	209.3	250.2	230.5	229.2	238.3	275.6	258.0	894.4	1,001.1	1,121.6
스토리	240.5	227.6	231.3	221.6	246.1	252.8	246.1	245.5	920.9	990.5	1,069.4
미디어	75.0	118.0	94.1	124.8	109.9	125.4	120.7	135.0	412.0	491.0	576.8
영업비용	1,493.0	1,651.3	1,708.4	1,674.0	1,734.0	1,790.5	1,895.8	2,004.4	6,526.7	7,424.6	8,278.6
인건비	420.0	426.2	433.3	407.6	455.0	455.5	474.9	469.1	1,687.1	1,854.6	2,002.1
매출연동비	584.6	654.8	711.4	705.1	719.9	762.0	819.9	884.8	2,655.9	3,186.6	3,581.2
외주/인프라	204.6	235.8	238.4	246.0	259.0	260.5	285.6	328.7	924.8	1,133.8	1,284.5
마케팅비용	114.4	150.3	112.0	108.4	124.4	136.0	137.2	144.0	485.1	541.6	605.5
상각비	130.8	135.6	153.0	162.3	178.4	180.2	181.2	181.1	581.7	720.9	818.3
영업이익	158.7	171.0	150.3	100.4	116.1	148.8	219.4	215.6	580.5	699.9	844.9
영업이익률	9.6	9.4	8.1	5.7	6.3	7.7	10.4	9.7	8.2	8.6	9.3
세전이익	1,759.6	236.5	236.7	-888.7	174.0	255.5	334.6	322.4	1,344.1	1,086.5	1,261.9
순이익	1,301.8	67.6	106.3	-196.9	98.2	135.7	182.8	175.9	1,278.8	592.6	687.7

자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	7,107	8,125	9,124	10,102
증감률 (%)	15.8	14.3	12.3	10.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,107	8,125	9,124	10,102
Gross 마진 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 일반관리비	6,527	7,425	8,279	9,103
영업이익	580.3	699.9	844.9	998.7
증감률 (%)	-2.5	20.6	20.7	18.2
OP 마진 (%)	8.2	8.6	9.3	9.9
EBITDA	1,162	1,418	1,660	1,872
영업외손익	724.1	386.7	417.1	420.3
금융수익(비용)	-120.4	166.6	190.2	194.0
기타영업외손익	902.1	256.3	259.1	257.8
종속, 관계기업관련손익	-57.6	-36.2	-32.2	-31.5
세전계속사업이익	1,304	1,087	1,262	1,419
법인세비용	241.8	318.5	370.0	416.1
계속사업이익	1,063	768.0	891.9	1,003
당기순이익	1,063	768.0	891.9	1,003
증감률 (%)	-35.4	-27.8	16.1	12.5
Net 마진 (%)	15.0	9.5	9.8	9.9
지배주주지분 순이익	1,353	592.6	687.7	773.2
비지배주주지분 순이익	-290.4	175.3	204.2	229.9
기타포괄이익	-1,731	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-668.3	768.0	891.9	1,003

Valuation / Profitability / Stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	17.5	44.6	38.4	34.1
PBR(X)	2.4	2.8	2.6	2.4
PCR(X)	20.5	14.6	12.6	11.4
PSR(X)	3.3	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA(X)	20.2	19.5	16.7	15.0
EV/EBIT(X)	40.4	39.4	32.8	28.0
EPS(W)	3,037	1,334	1,550	1,742
BPS(W)	22,444	21,357	22,858	24,542
SPS(W)	15,954	18,283	20,559	22,764
자기자본이익률(ROE, %)	13.5	6.1	7.0	7.4
총자산이익률(ROA, %)	4.6	3.4	3.8	4.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	-0.8	11.9	7.6	8.5
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성장(%)	1.9	2.9	3.2	3.4
총현금배당금(십억원)	26.2	17.4	21.8	26.1
보통주 주당배당금(W)	60	40	50	60
순부채(현금)/자기자본(%)	-27.8	-19.9	-19.2	-17.7
총부채/ 자기자본(%)	69.7	73.3	72.3	71.8
이자발생부채	2,260	2,273	2,302	2,335
유동비율(%)	164.8	136.3	136.5	136.1
총발행주식수(mn)	445	444	444	444
액면가(W)	100	100	100	100
주가(W)	53,100	59,500	59,500	59,500
시가총액(십억원)	23,651	26,517	26,517	26,517

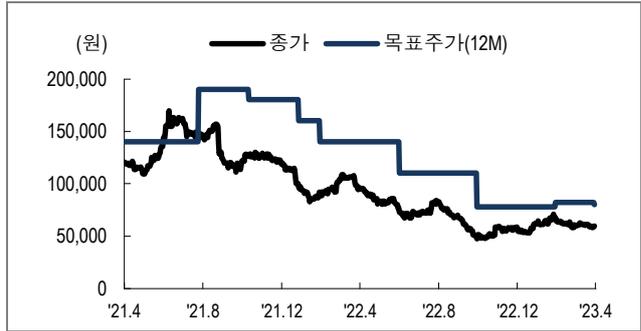
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	4,780	3,546	3,343	3,114
매출채권	440.9	479.1	506.2	540.3
유동자산	7,756	6,780	7,224	7,718
유형자산	885.4	960.6	1,014	1,062
투자자산	4,890	5,314	5,828	6,516
비유동자산	14,451	15,316	16,246	17,349
자산총계	22,963	22,853	24,227	25,824
단기성부채	1,351	1,556	1,641	1,760
매입채무	94.4	102.6	125.7	159.7
유동부채	4,706	4,976	5,294	5,673
장기성부채	2,825	2,656	2,666	2,676
장기충당부채	93.1	101.2	124.0	157.5
비유동부채	3,844	3,764	3,903	4,096
부채총계	9,432	9,665	10,169	10,790
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	8,116	7,021	7,021	7,021
이익잉여금	3,046	3,622	4,288	5,035
비지배주주지분	3,535	3,710	3,914	4,144
자본총계	13,532	13,187	14,058	15,035

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	678.4	1,498	1,722	1,814
당기순이익	1,063	768.0	891.9	1,003
+ 유/무형자산상각비	581.4	717.7	815.2	872.8
+ 종속, 관계기업관련손익	-1,603	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-39.6	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	1,154	1,815	2,094	2,308
- 운전자본의증가(감소)	-460.2	12.3	14.8	-61.7
투자활동 현금흐름	-1,574	-1,646	-2,003	-2,151
+ 유형자산 감소	14.3	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-452.9	-543.1	-597.4	-627.3
+ 투자자산의매각(취득)	-147.3	-424.2	-514.5	-687.6
Free Cash Flow	225.5	954.8	1,125	1,187
Net Cash Flow	-895.7	-148.3	-281.4	-336.4
재무활동현금흐름	411.8	-1,086	77.6	107.5
자기자본 증가	334.6	-1,095	0.0	0.0
부채증감	77.2	9.0	77.6	107.5
현금의증가	-489.8	-1,290	-203.7	-228.8
기말현금 및 현금성자산	4,836	3,546	3,343	3,114
기말 순부채(순현금)	-3,762	-2,622	-2,693	-2,655

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.04.14	Buy	78,000원(12개월)	-	-
2023.02.12	Buy	82,000원(12개월)	-25.5%	-20.7%
2022.10.13	Buy	78,000원(12개월)	-27.3%	-9.1%
2022.06.15	Buy	110,000원(12개월)	-36.3%	-23.9%
2022.02.12	Buy	140,000원(12개월)	-34.0%	-22.5%
2022.01.10	Buy	160,000원(12개월)	-43.9%	-39.3%
2021.10.25	Buy	180,000원(12개월)	-32.9%	-27.8%
2021.08.08	Buy	190,000원(12개월)	-29.8%	-17.6%
2021.04.15	Buy	140,000원(12개월)	-2.3%	21.1%

카카오(035720.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 4월 7일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '카카오'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '카카오(을)'를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.