

카카오 035720

우려보다 양호했던 수익성

목표주가 8만원으로 상향

카카오에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 8만원으로 상향한다. 4Q22 실적은 기대치를 부합했고 일회성을 고려해도 본사 수익성은 양호했다. 경기둔화가 완화된 하반기에 광고상품 고도화와 특채널 강화 등으로 성장세가 강화될 전망이다. 전체 기업가치 중 본사가치가 회복되는 가운데 카카오엔터테인먼트의 M&A 활동도 카카오 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있는 주요 변수다. 업종 내 최선호주다.

4Q22 영업이익 1,004억원으로 기대치 부합. 1Q23 매출액 +3% 예상

4Q22 매출액/영업이익은 1%/6% YoY 감소한 1,77조원/1,004억원, 영업이익률 5.7%(-0.3%p)로 기대치(OP 960억원)에 부합했다. 전분기 대비로는 5%/33% 감소한 것이다. 특비즈 광고형은 화재여파와 광고업황 둔화에도 불구하고 특채널 성장이 견조했다. 거래형은 럭셔리/프리미엄 제품군 확대가 긍정적으로 기여했다. 별도 기준 영업이익률은 26.2%(+6.5%p QoQ)로 개선되었다. 콘텐츠에서 미디어가 매출인식 작품수 확대로 증가했지만 게임/뮤직/스토리의 둔화로 감소했다. 비용에서 인건비의 감소는 상여금 회계조정 영향이다. 마케팅비는 매출액 대비 6.1%로 축소기조를 유지했다. 1Q23 매출액/영업이익은 2%/50% QoQ 증가한 1.81조원/1,510억원을 전망한다. 데이터센터 화재와 일회성 비용의 낮은 기저로 수익성 개선이 예상된다.

컨콜 내용: 전년 수준 성장 목표. AI모델은 비용 효율성 중심

카카오는 2023년에 전년 수준의 성장(+16%)를 목표로 제시했다. 주요 상품의 고도화와 특 내 친구탭, 오픈채팅 탭 등 광고지면 확대로 하반기에 성장률 회복을 예상하고 있다. 초거대 AI모델은 KoGPT로 카카오브레인에서 개발 중이고 적은 규모의 파라미터지만 높은 수준의 비용 효율성으로 차별화하고자 한다. 한국 특화모델로 버티컬 서비스에 집중할 예정이다. SM과는 플랫폼/IT/IP에서 협력할 것을 기대 중이고 우선 글로벌 음원/음반 유통사업에서 협력을 강화한다고 밝혔다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	4,157	6,137	7,107	8,245	9,580
영업이익	456	595	580	761	967
영업이익률(%)	11.0	9.7	8.2	9.2	10.1
세전이익	414	2,294	1,344	883	1,089
지배주주지분순이익	156	1,392	1,280	502	747
EPS(원)	352	3,122	2,951	1,157	1,723
증감률(%)	흑전	787.7	-5.5	-60.8	49.0
ROE(%)	2.7	17.1	12.1	4.4	6.2
PER (배)	221.5	36.0	22.9	58.4	39.2
PBR (배)	1.1	5.0	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA (배)	44.1	48.7	24.3	22.3	19.8

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

구성종 2 차전자·인터넷
02-709-2337
gu.sungjoong@ds-sec.co.kr

2023.02.13

BUY(유지)

목표주가(상향)	80,000원
현재주가(02/10)	67,600원
상승여력	18.3%

Stock Data

KOSPI	2,469.7pt
시가총액(보통주)	30,117십억원
발행주식수	445,424천주
액면가	100원
자본금	45십억원
60일 평균거래량	2,354천주
60일 평균거래대금	140,991백만원
외국인 지분율	26.5%
52주 최고가	110,000원
52주 최저가	46,500원
주요주주	
김범수(외 73인)	24.2%
국민연금공단(외 1인)	6.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.4	6.3
3M	33.1	30.3
6M	-15.8	-15.4

주가차트

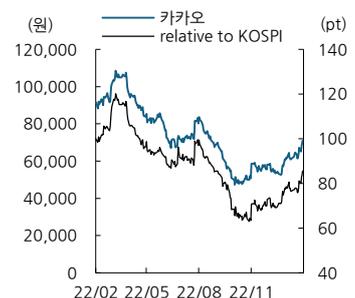


표1 카카오의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022P	2023F	2024F
실적												
매출	1,652	1,822	1,859	1,774	1,810	2,005	2,175	2,256	6,137	7,107	8,245	9,580
플랫폼	886	931	987	967	973	1,024	1,141	1,245	3,241	3,770	4,383	5,110
특비즈	461	453	467	520	517	502	569	662	1,644	1,902	2,250	2,709
포털비즈	114	102	110	98	115	103	111	99	493	424	428	441
플랫폼기타	311	375	410	349	341	418	461	484	1,104	1,445	1,705	1,960
콘텐츠	766	892	872	808	836	981	1,034	1,011	2,896	3,337	3,863	4,470
게임	246	337	296	231	270	404	400	358	999	1,110	1,432	1,647
뮤직	204	209	250	231	211	218	263	244	773	894	935	1,029
스토리	240	228	231	222	237	235	251	276	792	921	999	1,199
미디어	75	118	94	125	119	124	121	133	333	412	497	596
영업비용	1,493	1,651	1,708	1,674	1,659	1,814	1,960	2,051	5,542	6,527	7,484	8,613
인건비	420	426	433	408	442	463	485	508	1,417	1,687	1,899	2,350
매출연동비	584	655	711	705	676	757	832	862	2,477	2,656	3,127	3,564
외주/인프라	205	236	238	246	235	263	283	298	741	925	1,078	1,148
마케팅	115	150	112	108	114	128	144	158	435	485	544	642
상각비	131	136	153	162	139	144	151	157	367	582	591	651
기타	39	49	60	44	52	58	65	68	105	192	244	259
영업이익	159	171	150	100	151	191	215	205	595	580	761	967
순이익	1,303	68	106	-197	106	128	147	120	1,392	1,280	502	747
사업부별 YoY												
플랫폼	27%	22%	27%	-4%	10%	10%	16%	29%	44%	16%	16%	17%
특비즈	23%	16%	15%	9%	12%	11%	22%	27%	43%	16%	18%	20%
포털비즈	-3%	-18%	-8%	-25%	1%	1%	1%	1%	3%	-14%	1%	3%
플랫폼기타	52%	52%	61%	-13%	10%	12%	13%	39%	78%	31%	18%	15%
콘텐츠	36%	51%	-9%	3%	9%	10%	19%	25%	52%	15%	16%	16%
게임	89%	162%	-36%	-17%	10%	20%	35%	55%	102%	11%	29%	15%
뮤직	11%	11%	27%	14%	3%	4%	5%	6%	10%	16%	5%	10%
스토리	38%	22%	6%	5%	-1%	3%	9%	25%	50%	16%	8%	20%
미디어	3%	35%	13%	39%	58%	5%	28%	6%	85%	24%	21%	20%
Margin												
영업이익률	9.6%	9.4%	8.1%	5.7%	8.3%	9.5%	9.9%	9.1%	9.7%	8.2%	9.2%	10.1%
순이익률	78.9%	3.7%	5.7%	-11.1%	5.8%	6.4%	6.8%	5.3%	22.7%	18.0%	6.1%	7.8%
YoY												
매출	31%	35%	7%	-1%	10%	10%	17%	27%	48%	16%	16%	16%
영업이익	1%	5%	-11%	-6%	-5%	12%	43%	104%	31%	-2%	31%	27%
순이익	480%	-78%	-86%	-356%	-92%	90%	38%	-161%	795%	-8%	-61%	49%

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 카카오의 4Q22 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	4Q22 실적	YoY	QoQ	4Q22 DS 추정	차이 (%)	4Q22 컨센서스	차이 (%)
매출액	1,774	-1	-5	1,874	-5	1,890	-6
영업이익	100	-6	-33	80	26	96	5

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 카카오의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	8,228	9,328	8,245	9,580	0	3
영업이익	740	925	761	967	3	5

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 카카오의 목표주가 산정방식

(십억원)	부문	기업가치	가정
A 본사 가치		12,978	
광고: 비즈보드, 특채널, 이모티콘	1) 특비즈-광고형	7,729	23F 매출액*순이익률 35%*PER 17배
커머스: 선물하기, 톡스토어, 메이커스	2) 특비즈-거래형	4,563	23F 매출액*순이익률 30%*PER 16배
포털비즈: 다음, 자회사 광고	3) 포털비즈	685	23F 매출액*순이익률 20%*PER 8배
B 기타 플랫폼 가치		7,677	
카카오페이	4) 페이	2,674	시총*지분율 47% *지주사 할인
카카오모빌리티	5) 모빌리티	2,865	Pre IPO 당시 평가한 기업가치 5조원*지분율 57.3%
카카오엔터프라이즈	6) 워크/클라우드	2,138	22년 1월 유상증자 당시 평가한 기업가치*지분율 85.5%
C 콘텐츠 가치		12,174	
카카오게임	7) 게임	1,180	시총*지분율 43%*지주사 할인
카카오픽코마	8) 스토리	5,612	21년 F투자 때 기업가치 8.8조원*지분율 91%*지주사 할인
카카오엔터테인먼트 멜론 카카오웹툰, 카카오페이지 카카오 tv, 영상제작	9) 게임/뮤직/스토리/미디어	5,382	23년 유증 후 기업가치 11.7조원*지분율 66%*지주사 할인
D 지분 가치		2,419	
카카오뱅크	10) 은행	2,419	시총*지분율 27% *지주사 할인
적정 기업가치		35,247	
현재 시가총액		30,117	
주식 수		445	(백만주)
목표주가		80,000	원
현재주가		67,600	원
업사이드		18	%

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 지주사, 상장사 할인은 30% 적용

[카카오 035720]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,463	8,102	8,233	7,433	6,295	매출액	4,157	6,137	7,107	8,245	9,580
현금 및 현금성자산	2,878	5,232	5,383	4,466	3,190	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	467	663	654	759	882	매출총이익	4,157	6,137	7,107	8,245	9,580
재고자산	46	92	80	92	107	판매비 및 관리비	3,701	5,542	6,527	7,484	8,613
기타	1,073	2,116	2,116	2,116	2,116	영업이익	456	595	580	761	967
비유동자산	6,987	13,712	14,782	16,334	18,517	(EBITDA)	722	968	1,110	1,251	1,471
관계기업투자등	2,510	4,737	5,486	6,365	7,396	금융손익	25	36	0	0	0
유형자산	431	555	417	366	366	이자비용	19	39	0	0	0
무형자산	3,352	6,348	6,481	6,821	7,524	관계기업등 투자손익	285	1,662	0	0	0
자산총계	11,954	22,780	24,133	25,064	26,320	기타영업외손익	-231	173	764	122	122
유동부채	2,628	5,246	5,166	5,403	5,680	세전계속사업이익	414	2,294	1,344	883	1,089
매입채무 및 기타채무	994	1,556	1,477	1,713	1,990	계속사업법인세비용	241	648	323	209	258
단기금융부채	284	1,983	1,983	1,983	1,983	계속사업이익	173	1,646	1,021	674	830
기타유동부채	1,350	1,707	1,707	1,707	1,707	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,166	2,885	2,894	2,903	2,913	당기순이익	173	1,646	1,021	674	830
장기금융부채	704	1,871	1,871	1,871	1,871	지배주주	156	1,392	1,280	502	747
기타비유동부채	462	1,014	1,023	1,032	1,041	총포괄이익	276	1,931	1,021	674	830
부채총계	4,526	9,190	9,286	9,728	10,245	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	6,299	9,984	11,242	11,730	12,469	영업이익률 (%)	11.0	9.7	8.2	9.2	10.1
자본금	44	45	45	45	45	EBITDAmargin (%)	17.4	15.8	15.6	15.2	15.3
자본잉여금	5,833	7,781	7,781	7,781	7,781	당기순이익률 (%)	4.2	26.8	14.4	8.2	8.7
이익잉여금	316	1,710	2,967	3,456	4,194	ROA (%)	1.5	8.0	5.5	2.0	2.9
비지배주주지분(연결)	1,129	3,606	3,606	3,606	3,606	ROE (%)	2.7	17.1	12.1	4.4	6.2
자본총계	7,428	13,590	14,847	15,336	16,075	ROIC (%)	6.7	10.1	7.2	8.8	10.0

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	971	1,307	1,449	753	969	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	173	1,646	1,021	674	830	P/E	221.5	36.0	22.9	58.4	39.2
비현금수익비용가감	427	-597	487	-40	-1	P/B	1.1	5.0	2.7	2.6	2.4
유형자산감가상각비	176	238	389	341	339	P/S	8.3	8.2	4.2	3.7	3.1
무형자산상각비	91	135	141	149	164	EV/EBITDA	44.1	48.7	24.3	22.3	19.8
기타현금수익비용	-536	-5,414	-43	-529	-504	P/CF	57.4	47.8	20.0	47.5	36.3
영업활동 자산부채변동	183	-209	-59	119	140	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 감소(증가)	-60	-20	9	-105	-123	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-4	-11	12	-13	-15	매출액	35.4	47.6	15.8	16.0	16.2
매입채무 증가(감소)	104	458	-80	236	277	영업이익	120.4	30.5	-2.4	31.2	27.0
기타자산 부채변동	145	-636	0	0	0	세전이익	흑전	453.7	-41.4	-34.3	23.3
투자활동 현금	-1,261	-3,341	-1,274	-1,658	-2,237	당기순이익	흑전	849.6	-38.0	-34.0	23.3
유형자산처분(취득)	-169	-213	-250	-291	-338	EPS	흑전	787.7	-5.5	-60.8	49.0
무형자산 감소(증가)	-81	-76	-275	-488	-868	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-723	-1,660	-749	-879	-1,031	부채비율	60.9	67.6	62.5	63.4	63.7
기타투자활동	-288	-1,391	0	0	0	유동비율	169.9	154.4	159.4	137.6	110.8
재무활동 현금	1,305	4,441	-23	-13	-9	순차입금/자기자본(x)	-34.9	-22.1	-21.3	-14.6	-6.0
차입금의 증가(감소)	424	1,134	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	24.1	15.1	n/a	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	66	217	-23	-13	-9	총차입금 (십억원)	988	3,854	3,854	3,854	3,854
배당금의 지급	13	69	23	13	9	순차입금 (십억원)	-2,589	-3,006	-3,157	-2,240	-964
기타재무활동	815	3,090	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	976	2,431	152	-917	-1,276	EPS	352	3,122	2,951	1,157	1,723
기초현금	1,918	2,894	5,232	5,383	4,466	BPS	71,173	22,391	25,211	26,307	27,964
기말현금	2,894	5,326	5,383	4,466	3,190	SPS	9,394	13,762	15,939	18,491	21,485
NOPLAT	191	427	441	581	738	CFPS	1,358	2,353	3,382	1,422	1,861
FCF	-477	-2,501	175	-904	-1,267	DPS	30	53	30	20	30

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

카카오 (035720) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2021-02-15	Strong Buy	156,000	259.5	441.3	
2021-02-23	Strong Buy	156,000	260.2	441.3	
2021-02-23	Strong Buy	156,000	260.2	441.3	
2021-03-24	Strong Buy	156,000	263.5	441.3	
2022-07-08	담당자변경				
2022-07-08	Buy	100,000	-30.7	-16.3	
2022-08-04	Buy	100,000	-32.0	-16.3	
2022-10-17	Buy	70,000	-19.1	1.3	
2022-11-03	Buy	70,000	-17.0	1.3	
2023-01-17	Buy	70,000	-8.2	1.3	
2023-02-13	Buy	80,000			

투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
BUY + 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL - 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL 업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
REDUCE -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

투자이견 비율

기준일 2022.12.31

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.