

카카오 (035720)

이재은 jeeun.lee@dbfishn.com

투자 의견

BUY

매수, 신유

6개월

67,000

목표주가

신유

현재주가

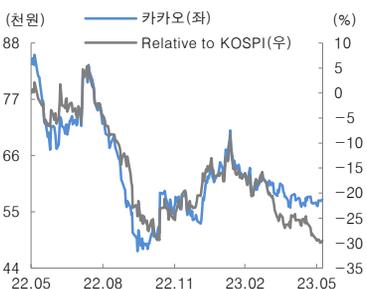
57,400

(23.06.07)

인터넷업종

KOSPI	2615.6
시가총액	25,482십억원
시가총액비중	1.28%
자본금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	83,700원 / 47,300원
120일 평균거래대금	1,133억원
외국인지분율	25.94%
주요주주	김범수 외 72 인 24.22% 국민연금공단 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	-6.7	3.4	-29.9
상대수익률	-4.0	-12.1	-5.8	-29.6



경기 반등을 기다리는 카카오톡 개편

- 카카오톡 탭 개편으로 톡비즈 매출 성장 도모
- 하반기 광고 실적 개선 예상. 단, 경기 개선 없이는 광고 매출 성장 제한적 판단
- AI 관련 투자 증가 역시 실적 개선 제한 요인으로 판단

투자 의견 매수, 목표주가 67,000원으로 분석 개시

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 주요 사업 부문의 정상 영업이익률과 부문별 타겟 멀티플을 가정하여 카카오 사업가치 10.8조원으로 평가. 자회사 지분 가치의 경우, 게임즈 9,018억원, 엔터테인먼트 5.1조원, 모빌리티 2.7조원, 픽코마 3.8조원, 엔터프라이즈 1.5조원 등으로 추정하였고, 은행, 페이, 에스엠은 현재 시장 가치를 반영하여 추산. 향후 자회사들의 상장 계획에 따라 할인율 40%를 각각 적용한 총 자회사 적정 지분가치는 약 18.8조원으로 추정

광고, 엔터, 게임 모두 하반기 기대. 단, 주가 모멘텀은 부족하다는 판단

카카오는 1) 오픈채팅 개편, 2) 친구탭 개편, 3) 메시지형 광고 BM 변화를 통한 중소상공인 확대 전략을 통해 톡비즈 매출 성장 도모. 전반적으로 광고 집행이 보수적인 1Q보다는 2Q, 그리고 상반기보다는 하반기에 실적 개선을 예상하지만, 대부분의 광고 매출이 DA기 때문에, 유의미한 실적 개선이 이뤄지려면 경기 개선이 선행되어야 할 것으로 판단

엔터테인먼트는 미디어와 스토리(웹툰)의 탑라인 성장이 둔화되고 있는데 에스엠의 실적이 2분기부터 연결 실적으로 반영됨에 따라 뮤직 부문에서 유의미한 실적 기여 기대. 게임 역시 신작들의 실적이 유의미하게 반영되는 하반기에 실적 개선을 기대. 다만, 2023년 AI 관련 투자 비용 증가가 예상되어 동사의 실적 개선은 제한적일 것으로 예상. 카카오는 AI 파운데이션 모델 구축, 시를 활용한 버티컬 서비스, KoGPT 2.0 출시 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,137	7,107	8,442	9,426	9,865
영업이익	595	580	604	789	948
세전순이익	2,294	1,304	603	776	936
총당기순이익	1,646	1,063	466	563	678
지배지분순이익	1,392	1,353	435	501	604
EPS	3,132	3,037	979	1,128	1,360
PER	35.9	17.5	59.2	51.4	42.6
BPS	22,465	22,442	23,411	24,510	25,811
PBR	5.0	2.4	2.5	2.3	2.2
ROE	17.1	13.5	4.3	4.7	5.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

표 12. 카카오 목표주가 산출

(단위: 십억원)

1) 사업 가치						
(12MF 기준)	매출액	영업이익	NOPLAT	Multiple	적정 가치	비고
톡 비즈니스	2,315.4	810.4	648.3	18.5x	9,595.0	OPM 35% 가정, 글로벌 Peer 의 12MF 평균 PER 적용
포털 비즈니스	332.9	99.9	79.9	15.0x	1,078.6	OPM 30% 가정, 글로벌 Peer 의 12MF 평균 PER 대비 20% 할인
사업 가치 합계 (a)					10,793.5	
2) 자회사 지분 가치						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치	비고	
카카오 게임즈	3,630.4	41.4%	40.0%	901.8	목표 시가총액에 할인율 40% 적용, 카카오게임즈 목표주가 44,000원	
카카오엔터테인먼트	11,605.8	73.6%	40.0%	5,125.1	2023.01 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
카카오 모빌리티	7,779.2	57.3%	40.0%	2,674.5	2023.03 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
카카오페이	7,451.8	46.9%	40.0%	2,096.9	현재 추가 기준	
카카오 재팬(픽코마)	8,800.0	72.9%	40.0%	3,849.1	2021.05 투자 유치 당시 평가받은 기업가치 적용	
카카오뱅크	12,014.5	27.2%	40.0%	1,960.8	현재 추가 기준	
카카오엔터프라이즈	2,584.8	85.1%	30.0%	1,539.8	2022.06 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
에스엠	2,576.3	40.2%	40.0%	621.4	현재 추가 기준	
지분 가치 합계 (b)					18,769.4	
3) 주요 투자자산 지분가치 (c)						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치		
두나무(c)	3,300.0	10.6%	30.0%	244.9		
4) 순차입금 (d)					172.0	1Q23 별도 기준
총 합계 (a) + (b) + (c) + (d)					29,635.7	
주식 수(천주)					443,943	
적정 주가(원)					66,756	
목표 주가(원)					67,000	반올림 적용
현재 주가(원)					57,400	
상승 여력					16.7%	

자료: 대신증권 Research Center

표 13. 카카오 실적 추정 표

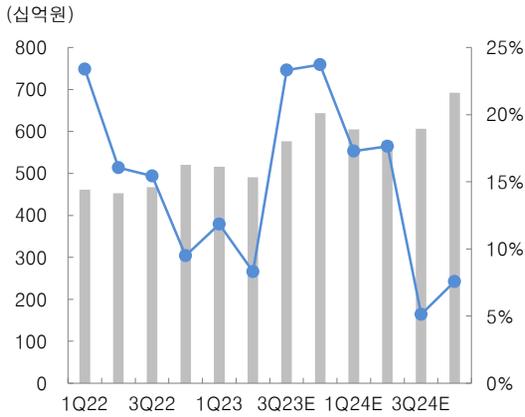
(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,651.7	1,822.3	1,858.7	1,774.2	1,740.3	2,111.9	2,195.1	2,395.0	7,107.0	8,442.3	9,425.6
플랫폼 부문	886.0	930.7	987.0	966.8	964.8	929.4	1,029.4	1,111.7	3,770.4	4,035.3	4,362.3
특비스	461.0	453.2	467.4	520.1	515.6	490.8	576.4	643.5	1,901.7	2,226.3	2,480.4
광고형 커머스	249.9	271.0	259.9	273.6	252.1	269.0	320.8	336.9	1,054.3	1,178.8	1,287.3
거래형 커머스	211.1	182.2	207.5	246.5	263.5	221.9	255.5	306.6	847.4	1,047.5	1,193.0
포털비스	114.0	102.4	109.8	97.9	83.6	83.3	83.1	82.8	424.1	332.9	323.2
신사업	311.0	375.1	409.8	348.8	365.6	355.3	369.9	385.3	1,444.6	1,476.1	1,558.7
콘텐츠 부문	765.7	891.7	871.8	807.4	775.5	1,182.4	1,165.7	1,283.3	3,336.6	4,406.9	5,063.3
게임	245.8	336.8	296.1	230.8	247.3	316.6	351.1	394.9	1,109.5	1,309.8	1,499.1
뮤직	204.4	209.3	250.2	230.2	232.0	513.5	479.2	520.6	894.1	1,745.3	2,072.1
유료 콘텐츠	240.5	227.6	231.3	221.6	228.5	233.1	240.4	241.8	921.0	943.8	1,055.5
IP 비즈니스 및 기타	75.0	118.0	94.1	124.8	67.7	119.2	95.1	126.0	412.0	408.1	436.6
영업비용	1,493.0	1,651.3	1,708.4	1,673.8	1,669.2	1,992.3	2,025.6	2,151.4	6,526.5	7,838.4	8,636.8
인건비	420.0	426.2	433.3	407.6	445.8	472.7	464.8	477.5	1,687.1	1,860.8	2,007.5
매출연동비	584.6	654.8	711.4	703.8	666.8	703.4	741.0	806.9	2,654.6	2,918.1	3,193.8
와주/인프라	204.6	235.8	238.4	246.0	242.0	244.4	246.9	249.3	924.8	982.6	1,022.5
마케팅	114.4	150.3	112.0	108.4	114.6	137.3	142.7	146.1	485.1	540.6	571.0
상각비	130.8	135.6	153.0	161.0	150.3	151.8	153.3	154.9	580.4	610.3	635.1
기타 영업비용	38.7	48.6	60.4	44.8	49.6	282.7	276.9	316.7	192.4	925.8	1,206.9
영업이익	158.7	171.0	150.4	100.3	71.1	119.6	169.5	243.6	580.4	603.8	788.8
영업이익률	9.6%	9.4%	8.1%	5.7%	4.1%	5.7%	7.7%	10.2%	8.2%	7.2%	8.4%
지배주주 귀속 순이익	97.5	75.2	107.4	155.2	131.5	126.2	121.6	121.6	979.1	435.3	501.0
순이익률	5.9%	4.1%	5.8%	8.7%	7.6%	6.0%	5.5%	5.1%	13.8%	5.2%	5.3%

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

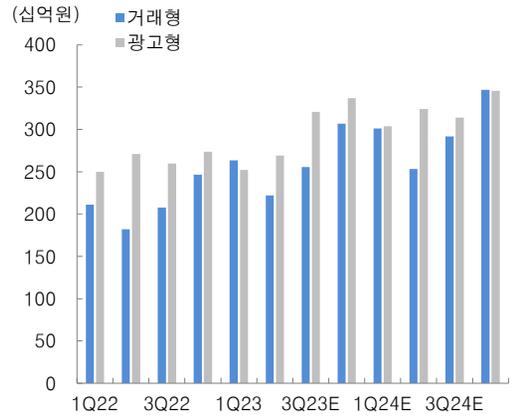
주: 2Q23부터 연결 실적에 반영되는 에스엠의 실적은 각각 뮤직과 기타 영업비용에 반영

그림 108. 카카오톡 토크비즈 매출 추이 및 전망



자료: 카카오톡, 대신증권 Research Center

그림 109. 카카오톡 커머스 매출 구분 추이 및 전망



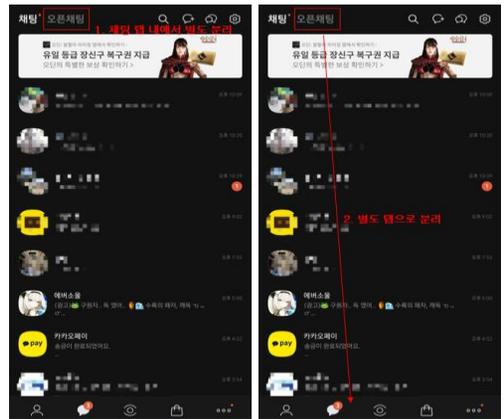
자료: 카카오톡, 대신증권 Research Center

그림 110. 카카오톡 친구탭 활성화



자료: 카카오톡, 대신증권 Research Center

그림 111. 카카오톡 오픈채팅 별도 탭으로 분리 계획



자료: 카카오톡, 대신증권 Research Center

표 14. 카카오엔터테인먼트 실적 추정

(십억원)

	2022	2023E	2024E
매출액	1,778.3	2,580.2	2,978.2
뮤직	894.1	1,745.3	2,072.1
미디어	412.0	408.1	436.6
스토리	439.2	426.8	469.5
영업이익	- 13.8	282.2	332.6
뮤직	134.1	274.0	310.8
미디어	24.7	20.4	21.8
스토리	- 172.6	-	-
세후 영업이익	- 512.6	225.8	266.1

주: 에스엘의 실적 뮤직에 반영하여 추정

주: 멜론 OPM 10.5%, 뮤직 사업 OPM 20%, 미디어 사업 OPM 5%가정

주: 유효법인세율 20% 가정

자료: 대신증권 Research Center

표 15. 참고) 카카오엔터테인먼트 적정가치 산출. SOTP 로 밸류에이션

(십억원 %)

2023년 기준	매출액	영업이익	NOPLAT	MULTIPLE	적정 가치	비고
뮤직						
- 멜론	785	82	66	10	660	멜론 OPM 10.5% 적용 텐센트 뮤직 2023년 PER의 30% 할인 적용
- 음악	960	192	153	34	5,202	뮤직 OPM 20% 적용 국내 엔터 산업의 성장성 고려, 성장이 높았던 '18~'19년 평균 적용
미디어	408	20	16	27	441	미디어 OPM 5% 적용 국내 미디어 peer 2023년 PER 평균 적용
스토리	427			4	1,493.8	China Literature 12MF PSR 적용
적정 사업 가치 합계					7,796	
PIF/GIC 유증 시 기업가치					11,605	

주: 유효 법인세율 20% 적용

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,137	7,107	8,442	9,426	9,865
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,137	7,107	8,442	9,426	9,865
판매비와관리비	5,542	6,527	7,838	8,637	8,917
영업이익	595	580	604	789	948
영업이익률	9.7	8.2	7.2	8.4	9.6
EBITDA	968	1,162	1,120	1,317	1,481
영업외손익	1,699	724	0	-12	-12
관계기업손익	510	-58	-22	-22	-22
금융수익	178	343	230	202	202
외환관련이익	6	9	7	7	7
금융비용	-315	-463	-135	-118	-118
외환관련손실	39	82	70	70	70
기타	1,326	902	-74	-74	-74
법인세비용차감전순이익	2,294	1,304	603	776	936
법인세비용	-648	-242	-137	-214	-257
계속사업순이익	1,646	1,063	466	563	678
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,646	1,063	466	563	678
당기순이익률	26.8	15.0	5.5	6.0	6.9
비재배분순이익	254	-290	31	62	75
재배분순이익	1,392	1,353	435	501	604
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	43	-173	-173	-173	-173
포괄순이익	2,078	-668	-1,264	-1,168	-1,052
비재배분포괄이익	387	-400	-85	-128	-116
재배분포괄이익	1,691	-269	-1,180	-1,039	-937

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,132	3,037	979	1,128	1,360
PER	35.9	17.5	59.2	51.4	42.6
BPS	22,465	22,442	23,411	24,510	25,811
PBR	5.0	2.4	2.5	2.3	2.2
EBITDAPS	2,178	2,608	2,519	2,967	3,335
EV/EBITDA	52.1	21.3	23.3	19.4	16.8
SPS	13,807	15,954	18,993	21,232	22,222
PSR	8.1	3.3	3.0	2.7	2.6
CFPS	2,361	2,590	1,757	2,177	2,545
DPS	53	60	60	60	60

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액증가율	47.6	15.8	18.8	11.6	4.7
영업이익증가율	30.5	-2.5	4.1	30.6	20.2
순이익증가율	849.6	-35.5	-56.1	20.7	20.5
수익성					
ROC	9.8	8.1	7.9	9.6	11.7
ROA	3.4	2.5	2.6	3.3	3.9
ROE	17.1	13.5	4.3	4.7	5.4
안정성					
부채비율	67.6	69.7	65.7	61.8	57.9
순차입금비율	-24.4	-17.8	-21.6	-25.7	-30.5
이자보상비율	15.1	5.3	0.0	0.0	0.0

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,102	7,756	8,288	8,948	9,784
현금및현금성자산	5,232	4,780	5,200	5,776	6,575
매출채권 및 기타채권	663	772	855	916	943
재고자산	92	160	190	213	223
기타유동자산	2,116	2,043	2,043	2,043	2,043
비유동자산	13,712	14,451	14,295	14,126	13,954
유형자산	555	885	980	1,042	1,084
관계기업투자지급	3,216	2,652	2,573	2,495	2,416
기타비유동자산	9,941	10,914	10,742	10,589	10,454
자산총계	22,780	22,963	23,340	23,831	24,495
유동부채	5,246	4,706	4,524	4,367	4,243
매입채무 및 기타채무	1,556	1,642	1,660	1,673	1,679
차입금	896	1,055	758	461	164
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2,793	2,009	2,106	2,233	2,400
비유동부채	2,885	3,844	3,849	3,855	3,860
차입금	55	715	715	715	715
전환증권	498	461	461	461	461
기타비유동부채	2,332	2,668	2,673	2,679	2,684
부채총계	9,190	9,432	9,255	9,103	8,985
자본부분	9,984	9,997	10,406	10,881	11,458
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	7,781	8,116	8,116	8,116	8,116
이익잉여금	1,710	3,046	3,455	3,930	4,508
기타자본변동	449	-1,210	-1,210	-1,210	-1,210
비재배분	3,606	3,535	3,679	3,847	4,051
재배분	13,590	13,532	14,085	14,728	15,510
순차입금	-3,311	-2,411	-3,037	-3,789	-4,724

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,307	678	223	357	515
당기순이익	0	0	466	563	678
비현금항목의 기감	-597	91	315	403	451
감가상각비	373	581	516	528	532
외환손익	-1	-40	64	64	64
자본평가손익	-510	58	58	58	58
기타	-459	-508	-323	-246	-202
자산부채의 증감	-209	-460	-477	-452	-413
기타현금흐름	2,112	1,048	-81	-157	-201
투자활동 현금흐름	-3,341	-1,574	-1,285	-1,285	-1,285
투자자산	-822	-482	79	79	79
유형자산	-213	-439	-439	-439	-439
기타	-2,306	-654	-925	-925	-925
재무활동 현금흐름	4,441	412	-392	-392	-392
당기차입금	728	-297	-297	-297	-297
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	512	710	0	0	0
유상증자	97	91	0	0	0
현금배당	-13	-23	-26	-26	-26
기타	3,117	-69	-69	-69	-69
현금의 증감	2,431	-490	364	576	799
기초 현금	2,894	5,326	4,836	5,200	5,776
기말 현금	5,326	4,836	5,200	5,776	6,575
NOPLAT	427	473	467	572	687
FCF	507	511	530	647	767

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

카카오(035720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.06.09
투자의견	Buy
목표주가	67,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230606)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.0%	6.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상