

카카오 (035720)

매출과 비용의 동반 성장

투자 의견	BUY (유지)
목표주가	74,000 원(하향)
현재주가	51,600 원(07/12)
시가총액	22,924 (십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2분기 매출액 2조 1,116억원(+15.9%yoy), 영업이익 1,033억원(-39.6%yoy) 컨센서스(1,289억원) 하회 전망
- 광고형은 오픈채팅 5월 오픈채팅 탭 추가로 트래픽이 증가됐음에도 광고 시장 침체로 매출 성장 제한
- 거래형은 거래액 성장을 둔화에도 불구하고 직매입 및 배송 상품 거래액 확대로 매출 고성장 이어질 전망
- 모빌리티 1분기 주춤했던 택시 수요가 다소 회복. 콘텐츠 부문에서는 게임, 뮤직부문의 호실적으로 매출 성장 견인
- 영업비용에서는 에스엠 연결편입 비용 및 상각비 증가가, 게임 신작 출시 및 픽코마 7주년 이벤트로 인한 마케팅 비용 증가가 예상. 또한 시관련 투자 비용도 외주/인프라비에 상당부분 반영될 것
- 하반기 동사의 실적은 게임, 뮤직, 미디어를 중심으로 한 콘텐츠 부문의 매출이 상당부분을 견인할 전망. 2분기 실적에서 상각비용과 시투자 규모에 따라 향후 실적 추정 변동 가능성 有. 이를 반영해 동사의 하반기 및 내년도 실적 추정치를 하향하며, 자회사 지분가치 하락으로 목표주가를 기존 81,000원에서 74,000원으로 하향

주가(원, 7/12)	51,600
시가총액(십억원)	22,924

발행주식수	444,263천주
52주 최고가	84,300원
최저가	46,500원
52주 일간 Beta	1.39
3개월 일평균거래대금	842억원
외국인 지분율	25.6%
배당수익률(2023F)	0.1%

주주구성	
김범수 (외 73인)	24.2%
국민연금공단 (외 1인)	6.4%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6.8%	-25.0%	-37.7%
절대기준	-8.8%	-16.1%	-26.6%

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	74,000	81,000	▼
영업이익(23)	469	495	▼
영업이익(24)	683	740	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	6,137	7,107	8,476	9,756
영업이익	595	580	469	683
세전손익	2,294	1,304	509	778
당기순이익	1,646	1,063	360	525
EPS(원)	3,122	3,037	679	884
증감률(%)	787.7	-2.7	-77.7	30.3
PER(배)	36.0	17.5	76.0	58.4
ROE(%)	17.1	13.5	2.8	3.4
PBR(배)	5.0	2.4	2.0	1.9
EV/EBITDA(배)	48.7	18.8	23.5	19.1

자료: 유진투자증권



2Q23 Preview: 매출과 비용의 동반 성장

카카오의 2분기 실적은 매출액 2조 1,116억원(+15.9%yoy), 영업이익 1,033(-39.6%yoy, OPM +4.9%)을 전망한다. 영업이익 기준 컨센서스(1,289 억원)를 하회하는 전망이다.

특비즈 매출은 1분기에 이어 2분기에도 광고형과 거래형의 희비가 엇갈렸다. 광고형 매출은 5월 오픈채팅 탭 추가로 트래픽이 증가됐음에도 전반적인 광고 시장 침체가 이어지면서 유의미한 매출로 이어지지 못했다. 반면 거래형 매출은 전체 거래액 성장을 둔화에도 불구하고 직매입 및 배송 상품 거래액 확대로 매출 고성장은 이어질 전망이다. 모빌리티 매출은 1분기 택시 요금 인상으로 주춤했던 택시 수요가 2분기 다소 회복된 것으로 파악된다.

콘텐츠 부문에서는 카카오게임즈가 3월에 출시한 '아키에이지 워' 매출이 온기 반영되면서 qqq 매출이 성장했으며, 뮤직에서는 인수했던 에스엠의 실적이 2분기부터 연결로 반영되며, 아이브 앨범 판매 호조로 매출 고성장이 예상된다.

영업비용에서는 에스엠 연결 편입으로 인한 전반적인 비용 및 상각비 증가가, 카카오게임즈 신작 '아키에이지 워', '아레스' 출시 및 카카오픽코마 7주년 이벤트로 인한 마케팅 비용 증가가 예상된다. 또한 1분기 실적발표회에서 밝혔듯이 시 관련 투자 비용도 외주/인프라비에 상당부분 반영될 것으로 보인다.

상각비와 시 투자 비용이 실적의 변수

연초에 기대했던 카카오톡 개편을 통한 광고 매출의 성장이 매크로 영향으로 인해 둔해진 지금, 하반기 동사의 실적은 게임, 뮤직, 미디어를 중심으로 한 콘텐츠 부문의 매출이 상당부분을 견인할 것으로 전망된다. 또한 이번 2분기 실적 발표에서 에스엠에 대한 상각비용과 시 관련 투자 규모에 따라 향후 실적 추정치의 변동 폭이 결정될 것이다. 이를 반영해 카카오의 하반기 및 내년도 실적 추정치를 하향하며, 자회사 지분가치 하락으로 목표주가를 기존 81,000 원에서 74,000 원으로 하향한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 카카오 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	1651.7	1822.3	1858.7	1774.1	1740.3	2111.6	2240.5	2383.6	7106.8	8476.0
(%yoy)	31.3%	34.8%	6.8%	-0.7%	5.4%	15.9%	20.5%	34.4%	15.8%	19.3%
플랫폼	886.0	930.7	986.9	966.8	964.7	989.9	1048.6	1127.6	3770.4	4130.8
특비즈	461.0	453.2	467.4	520.1	515.6	514.7	542.6	604.3	1901.7	2177.2
포털비즈	114.0	102.4	109.8	97.9	83.6	87.0	90.0	92.5	424.1	353.1
플랫폼 기타	311.0	375.1	409.8	348.8	365.6	388.2	415.9	430.8	1444.6	1600.4
콘텐츠	765.7	891.7	871.8	807.7	775.6	1121.6	1191.9	1256.0	3336.8	4345.2
게임	245.8	336.8	296.1	230.8	247.3	308.8	320.7	339.6	1109.5	1216.4
뮤직	204.4	209.3	250.2	230.5	232.0	481.2	532.3	538.5	894.4	1783.9
스토리	240.5	227.6	231.3	221.6	228.6	247.3	238.7	242.5	921.0	957.0
미디어	75.0	118.0	94.1	124.8	67.7	84.4	100.3	135.4	412.0	387.8
영업비용	1493.0	1651.3	1708.4	1673.8	1669.2	2008.3	2103.5	2226.5	6526.5	8007.4
(%yoy)	35.7%	38.8%	8.6%	-0.3%	11.8%	21.6%	23.1%	33.0%	17.8%	22.7%
인건비	420.0	426.2	433.3	410.6	445.8	495.5	502.0	512.0	1690.0	1955.3
매출연동비	584.4	654.8	711.4	703.8	666.8	844.6	885.0	965.3	2654.4	3361.8
외주/인프라비	204.6	235.8	238.4	245.3	242.0	306.2	324.9	345.6	924.1	1218.7
마케팅비	114.6	150.3	112.0	108.4	114.6	133.5	145.2	152.5	485.3	545.8
상각비	130.8	135.6	153.0	161.0	150.3	175.0	180.0	195.0	580.4	700.3
기타	38.7	48.6	60.4	44.8	49.6	53.5	66.4	56.0	192.4	225.5
영업이익	158.7	171.0	150.3	100.3	71.1	103.3	137.0	157.1	580.3	468.6
(%yoy)	0.7%	5.2%	-10.6%	-5.9%	-55.2%	-39.6%	-8.8%	56.6%	-2.5%	-19.3%
OPM(%)	9.6%	9.4%	8.1%	5.7%	4.1%	4.9%	6.1%	6.6%	8.2%	5.5%
세전이익	1759.6	236.5	236.7	-928.5	80.0	114.6	147.4	167.4	1304.4	509.5
당기순이익	1322.1	101.2	137.2	-497.9	87.1	73.4	94.4	105.5	1062.6	360.3
(%yoy)	451.2%	-68.0%	-84.2%	적자전환	-93.4%	-27.5%	-31.2%	흑자전환	-35.5%	-66.1%
NPM(%)	80.0%	5.6%	7.4%	-28.1%	5.0%	3.5%	4.2%	4.4%	15.0%	4.3%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6136.7	7106.8	8476.0	9755.8
영업이익	594.9	580.3	468.6	682.9
세전이익	2293.7	1304.4	509.5	778.2
지배순이익	1392.2	1352.9	302.4	394.0
EPS(원)	3,124	3,036	679	884
PER(배)	36.0	17.0	76.0	58.4
OPM(%)	9.7%	8.2%	5.5%	7.0%
NPM(%)	22.7%	19.0%	3.6%	4.0%

자료: 유진투자증권

도표 3. 카카오 목표주가 산정

사업부문 가치						
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세후이익 (십억원)	타겟 멀티플 (배)	적정가치 (십억원)	비고
특비즈 광고	1091.7	382.1	305.7	20.0	6113.8	글로벌 경쟁사 23E PER 적용
커머스	1085.5	217.1		25.0	5,427.3	글로벌 경쟁사 23E EV/EBIT 적용
포털비즈	353.1	88.3	70.6	11.0	776.8	글로벌 포털사 23E PER 적용
종속회사 지분 가치						
	적정가치 (십억원)	지분율 (%)	할인율 (%)		지분가치 (십억원)	
카카오페이	6,595.2	47.3%	40.0%		1,871.7	2월 10일 기준 추가
카카오뱅크	11,704.6	27.3%	40.0%		1,917.2	2월 10일 기준 추가
카카오게임즈	2,568.7	43.5%	40.0%		670.4	2월 10일 기준 추가
카카오모빌리티	7,779.2	57.6%	20.0%		3,584.6	2022. 10. 05 유상증자 반영
카카오엔터프라이즈	2,584.8	84.9%	20.0%		1,755.4	2022. 06. 24 유상증자 반영
카카오엔터테인먼트	11,300.2	66.1%	20.0%		5,973.6	2023. 01. 12 유상증자 반영
픽코마	7,968.9	72.9%	20.0%		4,647.5	2021. 05. 20 투자가치 반영
투자 지분 가치						
	적정가치 (십억원)	지분율 (%)	할인율 (%)		지분가치 (십억원)	
두나무	2,966.7	14.9%	20.0%		353.6	비상장 거래 가치 반영 (2월 10일 기준)
총 기업가치(십억원)					33,092.1	
발행주식수 (천주)					445,657	
적정주가 (원)					74,255	
목표주가 (원)					74,000	기존 8.1만원 대비 8.6% 하향

자료: 유진투자증권

카카오(035720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	11,954	22,780	22,963	24,945	25,451
유동자산	4,463	8,102	7,756	9,866	10,177
현금성자산	3,577	6,860	6,022	7,869	8,144
매출채권	467	663	772	976	999
재고자산	46	92	160	211	216
비유동자산	6,987	13,712	14,451	14,292	14,455
투자자산	3,205	6,665	7,273	7,569	7,876
유형자산	431	555	885	739	631
기타	3,352	6,492	6,292	5,984	5,948
부채총계	4,526	9,190	9,432	9,887	10,025
유동부채	2,628	5,246	4,706	5,089	5,153
매입채무	994	1,556	1,642	2,008	2,055
유동성이자부채	284	1,983	1,351	1,351	1,351
기타	1,350	1,707	1,713	1,730	1,747
비유동부채	1,166	2,885	3,844	3,880	3,917
비유동이자부채	704	1,871	2,825	2,825	2,825
기타	462	1,014	1,019	1,055	1,093
자본총계	7,428	13,590	13,532	15,059	15,426
지배지분	6,299	9,984	9,997	11,524	11,891
자본금	44	45	45	45	45
자본잉여금	5,833	7,781	8,116	8,116	8,116
이익잉여금	316	1,710	3,046	3,323	3,690
기타	105	449	(1,210)	41	41
비지배지분	1,129	3,606	3,535	3,535	3,535
자본총계	7,428	13,590	13,532	15,059	15,426
총차입금	988	3,854	4,176	4,176	4,176
순차입금	(2,589)	(3,006)	(1,846)	(3,693)	(3,968)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	971	1,307	678	2,298	796
당기순이익	173	1,646	1,063	360	525
자산상각비	266	373	581	351	311
기타비현금성손익	161	(970)	(490)	1,504	(29)
운전자본증감	183	(209)	(460)	120	28
매출채권감소(증가)	(60)	(20)	(69)	(204)	(23)
재고자산감소(증가)	(4)	(11)	(73)	(51)	(5)
매입채무증가(감소)	104	458	64	366	47
기타	145	(636)	(382)	9	9
투자현금	(1,261)	(3,341)	(1,574)	(531)	(547)
단기투자자산감소	(664)	(1,158)	(75)	(50)	(52)
장기투자증권감소	(60)	(502)	21	(205)	(215)
설비투자	183	216	453	0	0
유형자산처분	14	4	14	0	0
무형자산처분	(81)	(76)	(91)	(167)	(167)
재무현금	1,305	4,441	412	(26)	(27)
차입금증가	424	1,134	265	0	0
자본증가	66	52	50	(26)	(27)
배당금지급	13	13	23	26	27
현금 증감	976	2,431	(490)	1,796	223
기초현금	1,918	2,894	5,326	4,780	6,577
기말현금	2,894	5,326	4,836	6,577	6,800
Gross Cash flow	601	1,049	1,154	2,178	768
Gross Investment	414	2,392	1,960	360	466
Free Cash Flow	187	(1,343)	(806)	1,817	302

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	4,157	6,137	7,107	8,476	9,756
증가율(%)	0.0	47.6	15.8	19.3	15.1
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,157	6,137	7,107	8,476	9,756
판매 및 일반관리비	3,701	5,542	6,527	8,007	9,073
기타영업손익	0	50	18	23	13
영업이익	456	595	580	469	683
증가율(%)	0.0	30.5	(2.5)	(19.3)	45.7
EBITDA	722	968	1,162	819	994
증가율(%)	0.0	34.0	20.0	(29.5)	21.3
영업외손익	(42)	1,699	724	41	95
이자수익	38	75	179	95	95
이자비용	19	39	110	110	110
지분법손익	293	2,172	1,603	(19)	(20)
기타영업손익	(354)	(509)	(948)	74	130
세전순이익	414	2,294	1,304	509	778
증가율(%)	0.0	453.7	(43.1)	(60.9)	52.7
법인세비용	241	648	242	149	253
당기순이익	173	1,646	1,063	360	525
증가율(%)	0.0	849.6	(35.5)	(66.1)	45.8
지배주주지분	156	1,392	1,353	302	394
증가율(%)	0.0	794.6	(2.8)	(77.6)	30.3
비지배지분	18	254	(290)	58	131
EPS(원)	352	3,122	3,037	679	884
증가율(%)	0.0	787.7	(2.7)	(77.7)	30.3
수정EPS(원)	352	3,122	3,037	679	884
증가율(%)	0.0	787.7	(2.7)	(77.7)	30.3

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	352	3,122	3,037	679	884
BPS	71,173	22,391	22,444	25,859	26,683
DPS	30	53	60	60	60
밸류에이션(배, %)					
PER	221.5	36.0	17.0	76.0	58.4
PBR	1.1	5.0	2.3	2.0	1.9
EV/EBITDA	44.1	48.7	18.1	23.5	19.1
배당수익률	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
PCR	57.4	47.8	19.9	10.6	29.9
수익성(%)					
영업이익율	11.0	9.7	8.2	5.5	7.0
EBITDA이익율	17.4	15.8	16.3	9.7	10.2
순이익율	4.2	26.8	15.0	4.3	5.4
ROE	2.7	17.1	13.5	2.8	3.4
ROIC	6.7	10.2	7.4	4.9	6.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(34.9)	(22.1)	(13.6)	(24.5)	(25.7)
유동비율	169.9	154.4	164.8	193.8	197.5
이자보상배율	24.1	15.1	5.3	4.3	6.2
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	9.7	10.9	9.9	9.7	9.9
재고자산회전율	87.3	89.2	56.4	45.7	45.7
매입채무회전율	5.0	4.8	4.4	4.6	4.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.06.30 기준)

