한화투자증권

2022년 6월 16일
기업분석

카카오 (035720)

최대 성장치를 이을 신규 전략 공개

▶Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(하향): 115,000원

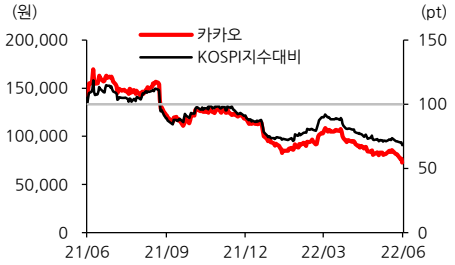
현재 주가(6/15)	72,700원
상승여력	▲58.2%
시가총액	323,386억원
발행주식수	444,822천주
52 주 최고가 / 최저가	169,500 / 72,700원
90 일 일평균 거래대금	1,604.25억원
외국인 지분율	28.2%
주주 구성	
김범수 (외 73 인)	24.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
MAXIMOPTE (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.1	-29.4	-38.6	-49.7
상대수익률(KOSPI)	-5.1	-22.8	-20.5	-24.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,157	6,137	7,581	9,393
영업이익	456	595	721	968
EBITDA	722	968	1,192	1,421
지배주주순이익	156	1,392	1,977	1,011
EPS	352	3,122	4,554	2,328
순차입금	-2,589	-3,006	-2,912	-3,746
PER	222.3	36.0	16.0	31.2
PBR	1.1	5.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	44.1	48.7	24.7	20.1
배당수익률	0.0	0.0	0.1	0.1
ROE	2.7	17.1	18.0	8.1

주가 추이



동사의 2분기 매출액은 주요 사업부의 회복으로 높은 성장세를 나타낼 것으로 전망합니다. 다만, 이익 성장이 본격화될 때 의미있는 주가 상승이 나타날 것으로 예상합니다.

2분기 주요 사업 매출 성장률은 회복될 전망

동사의 2분기 광고 부문 매출액은 전년동기 대비 35% 성장해, 1분기 성장률(32%) 대비 소폭 반등할 것으로 전망된다. 대내외 다수의 매크로 변수와 이벤트들로 인해 위축됐던 모바일 광고 업황이 4월부터는 점진적인 회복세가 나타나고 있는 것으로 파악된다. 비즈보드 광고는 10%대 수준의 성장률이 지속되겠지만, 톡채널 광고는 높은 효율을 경험한 광고주들의 유입 지속으로 50% 이상의 고성장세가 예상된다. 모빌리티 매출액도 거리두기 해제 이후 티블루 택시와 대리의 높은 트래픽 증가로 인해 전분기 대비 큰 폭 성장할 것으로 전망된다. 다만, 높은 기저효과와 메이커스 부진으로 인해 커머스 사업의 성장 둔화는 이어지고 있는 것으로 파악된다.

카카오톡 기반으로 보여준 최대 성장치를 이을 신규 전략 공개

최근 동사는 관심사 기반의 오픈채팅을 중심으로 하는 신규 플랫폼 런칭 계획을 공개했다. 카카오톡을 비롯한 메신저 플랫폼들의 성장 한계는 '광고 인벤토리 제한'으로 볼 수 있는데, 기존 카카오톡의 프라이빗한 지인간의 대화창보다는 관심/재미를 위해 모인 비지인 기반의 커뮤니티에서 광고를 통한 수익화 가능성이 보다 높을 것으로 전망한다. 이를 통해 단기적인 매출 기여는 기대하기 어렵지만, 국내 메신저 플랫폼으로서 전방위적인 서비스 확산과 수익화를 최대치로 보여준 동사에 중장기적인 성장 동력이 될 것으로 예상한다. 우리는 보다 구체적인 BM이 공개되면 실적 추정치에 반영할 계획이다.

목표주가 11만 5천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 11만 5천 원으로 하향한다. 동종업체들의 밸류에이션 멀티플과 주요 자회사들의 지분가치 하락에 기인한다. 동사의 주가는 최근 3달간 약 40% 하락해 주요 사업 매출 성장률 하락과 비용 증가로 인한 이익 성장 둔화 우려가 대부분 반영됐다고 판단한다. 다만, 콘텐츠 관련 글로벌 비즈니스 성과나 광고, 커머스를 통한 이익 성장이 본격화될 때 의미있는 주가의 상승 추세가 나타날 것으로 전망한다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,258	1,352	1,741	1,786	1,652	1,855	1,951	2,124	4,157	6,137	7,581	9,393
YoY (%)	44.9	41.9	58.2	44.6	31.3	37.2	12.1	18.9	35.4	47.6	23.5	23.9
플랫폼부문	696	762	779	1005	886	970	1037	1148	2,248	3,241	4,042	5,206
톡비즈	374	390	405	475	461	490	550	621	1,149	1,644	2,121	2,824
포털비즈	117	125	119	131	114	135	124	133	478	493	505	543
플랫폼기타	205	246	255	399	311	346	364	394	621	1,104	1,415	1,838
콘텐츠부문	562	590	962	780	766	885	914	975	1,909	2,895	3,540	4,187
뮤직	185	188	197	203	204	205	208	208	705	773	826	832
스토리	175	186	219	211	241	260	276	290	528	791	1,066	1,312
게임	130	129	463	277	246	328	337	382	495	999	1,293	1,312
미디어	73	87	83	89	75	92	93	95	180	333	355	411
YOY 성장률												
플랫폼부문	47%	47%	35%	48%	27%	27%	33%	14%	57%	44%	25%	29%
톡비즈	60%	52%	38%	30%	23%	25%	36%	31%	77%	43%	29%	33%
포털비즈	1%	7%	-2%	7%	-3%	7%	4%	2%	-9%	3%	3%	7%
플랫폼기타	68%	74%	54%	107%	52%	41%	43%	-1%	138%	78%	28%	30%
콘텐츠부문	42%	35%	84%	41%	36%	50%	-5%	25%	17%	52%	22%	18%
뮤직	9%	11%	8%	9%	11%	9%	6%	3%	20%	10%	7%	1%
스토리	80%	57%	47%	29%	38%	39%	26%	37%	78%	50%	35%	23%
게임	35%	20%	208%	97%	89%	155%	-27%	38%	25%	102%	29%	1%
미디어	119%	112%	102%	39%	3%	5%	12%	6%	-49%	85%	7%	16%
영업비용	1,100	1,190	1,573	1,679	1,493	1,688	1,762	1,916	3,701	5,542	6,860	8,424
YoY (%)	41.0	39.1	60.4	54.7	35.7	41.9	12.1	14.1	29.3	49.7	23.8	22.8
인건비	293	301	307	516	420	436	449	513	920	1,417	1,818	2,139
매출연동비	493	530	806	648	584	742	761	828	1,746	2,477	2,915	3,757
외주/인프라	144	165	198	234	205	204	234	255	458	741	898	1,127
마케팅비	67	91	148	129	115	141	147	154	232	435	557	737
상각비	79	79	89	120	131	135	140	145	265	367	551	570
기타	24	23	25	33	39	30	31	21	79	105	121	94
영업이익	157.6	162.6	168.2	108.6	158.6	166.6	188.8	207.2	456	597	721	968
YoY (%)	78.7	66.3	39.9	-27.4	0.6	2.5	12.2	90.8	120.4	31.0	20.8	34.3
영업이익률(%)	12.5	12.0	9.7	6.1	9.6	9.0	9.7	9.8	11.0	9.7	9.5	10.3
당기순이익	239.9	315.9	866.3	224.1	1321	188.1	234.7	251.3	173	1646	1941	936
YoY (%)	200	118	503	흑전	451	-40	-73	12	흑전	849.6	17.9	-51.8
순이익률(%)	19.1	23.4	49.8	12.5	80.0	10.1	12.0	11.8	4.2	26.8	25.6	10.0

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션 (단위: 십억 원)

구분		비고
포털 적정가치	1,895	
22E 매출액	505	
22E 순이익	126	순이익률 25% 가정
Target PER(배)	15.0	글로벌 포털 평균 PER에 10% 할인
톡비즈 적정가치	20,998	
22E 매출액	2,121	
22E 순이익	954	순이익률 45% 가정
Target PER(배)	22.0	페이스북 PER에 50% 할증 적용
게임즈 지분가치	1,702	시가총액에 20% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	1,581	
기업가치	2,600	22E 매출액에 우버, 리프트 평균 PSR 대비 50% 할증 적용
지분율	61%	
재팬(픽코마) 지분가치	8,017	
기업가치	8,800	투자유치 시점 가치 적용
지분율	91%	
뱅크 지분가치	1,379	
기업가치	4,310	시가총액에 20% 할인
지분율	32%	
페이 지분가치	4,971	
기업가치	8,163	시가총액에 20% 할인
지분율	61%	
카카오엔터 지분가치	6,508	
기업가치	9,500	페이지 5.5조, M 3조, 래디쉬/타파스 합산
지분율	69%	
두나무 지분가치	2,250	
기업가치	15,000	예상 순이익 2조에 PER 15배 적용
지분율	15%	
순현금	1,800	별도기준
적정 기업가치	51,101	
발행 주식 수(천 주)	443,523	
적정 주가(원)	115,215	
목표 주가(원)	115,000	
현재 주가(원)	72,700	
상승 여력	58.2%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,070	4,157	6,137	7,581	9,393
매출총이익	3,070	4,157	6,137	7,581	9,393
영업이익	207	456	595	721	968
EBITDA	426	722	968	1,192	1,421
순이자손익	20	19	36	110	126
외화관련손익	13	7	0	0	0
지분법손익	52	311	1,672	0	0
세전계속사업손익	-234	414	2,294	2,689	1,408
당기순이익	-342	173	1,646	1,986	1,011
지배주주순이익	-301	156	1,392	1,977	1,011
증가율(%)					
매출액	27.0	35.4	47.6	23.5	23.9
영업이익	183.5	120.4	30.5	21.2	34.3
EBITDA	104.6	69.7	34.0	23.2	19.2
순이익	적전	흑전	849.6	20.6	-49.1
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	6.7	11.0	9.7	9.5	10.3
EBITDA 이익률	13.9	17.4	15.8	15.7	15.1
세전이익률	-7.6	10.0	37.4	35.5	15.0
순이익률	-11.1	4.2	26.8	26.2	10.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,830	4,463	8,102	9,207	10,265
현금성자산	2,149	3,577	6,860	7,057	7,891
매출채권	388	467	663	875	1,030
재고자산	49	46	92	126	149
비유동자산	5,908	6,987	13,712	15,696	16,083
투자자산	2,009	3,205	6,807	8,673	9,026
유형자산	350	431	555	565	582
무형자산	3,548	3,352	6,348	6,458	6,476
자산총계	8,737	11,954	22,780	24,903	26,349
유동부채	2,134	2,628	5,246	5,829	6,234
매입채무	677	994	1,556	1,850	2,178
유동성이자부채	535	284	1,983	2,097	2,097
비유동부채	564	1,166	2,885	3,420	3,474
비유동이자부채	245	704	1,871	2,047	2,047
부채총계	2,997	4,526	9,190	9,249	9,708
자본금	43	44	45	45	45
자본잉여금	5,043	5,833	7,781	7,854	7,854
이익잉여금	148	316	1,710	3,664	4,652
자본조정	-9	105	449	472	472
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	5,740	7,428	13,590	15,653	16,641

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	753	971	1,307	1,389	1,697
당기순이익	-342	173	1,646	1,996	1,011
자산상각비	219	266	373	471	453
운전자본증감	371	183	-209	20	180
매출채권 감소(증가)	39	-60	-20	-141	-155
재고자산 감소(증가)	-19	-4	-11	-35	-22
매입채무 증가(감소)	100	104	458	374	328
투자현금흐름	-414	-1,261	-3,341	-1,214	-903
유형자산처분(취득)	-99	-169	-213	-252	-331
무형자산 감소(증가)	-55	-81	-76	-103	-157
투자자산 감소(증가)	346	-664	-1,158	-557	-63
재무현금흐름	322	1,305	4,441	60	-23
차입금의 증가(감소)	-134	424	1,134	-11	0
자본의 증가(감소)	321	66	217	1	-23
배당금의 지급	-10	-13	-69	-23	-23
총현금흐름	353	601	1,049	962	1,517
(-)운전자본증가(감소)	-315	-540	-563	439	-180
(-)설비투자	106	183	216	254	331
(+)자산매각	-48	-66	-73	-100	-157
Free Cash Flow	513	891	1,323	169	1,209
(-)기타투자	550	704	2,666	-156	352
잉여현금	-36	187	-1,343	324	857
NOPLAT	150	191	427	533	695
(+) Dep	219	266	373	471	453
(-)운전자본투자	-315	-540	-563	439	-180
(-)Capex	106	183	216	254	331
OpFCF	578	814	1,147	311	997

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-698	352	3,122	4,554	2,328
BPS	60,603	71,173	22,391	26,968	29,181
DPS	25	30	53	50	50
CFPS	818	1,358	2,353	2,155	3,399
ROA(%)	-3.6	1.5	8.0	8.3	3.9
ROE(%)	-5.8	2.7	17.1	18.0	8.1
ROIC(%)	4.5	6.7	10.1	8.7	11.0
Multiples(x,%)					
PER	-44.1	222.3	36.0	16.0	31.2
PBR	0.5	1.1	5.0	2.7	2.5
PSR	4.3	8.3	8.2	4.3	3.5
PCR	37.7	57.6	47.8	33.7	21.4
EV/EBITDA	27.9	44.1	48.7	24.7	20.1
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	52.2	60.9	67.6	59.1	58.3
Net debt/Equity	-23.9	-34.9	-22.1	-18.6	-22.5
Net debt/EBITDA	-321.7	-358.4	-310.5	-244.2	-263.7
유동비율	132.6	169.9	154.4	157.9	164.7
이자보상배율(배)	16.1	24.1	15.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	43.1	27.4	30.3	28.7	26.9
현금+투자자산	56.9	72.6	69.7	71.3	73.1
자본구조(%)					
차입금	12.0	11.7	22.1	20.9	19.9
자기자본	88.0	88.3	77.9	79.1	80.1

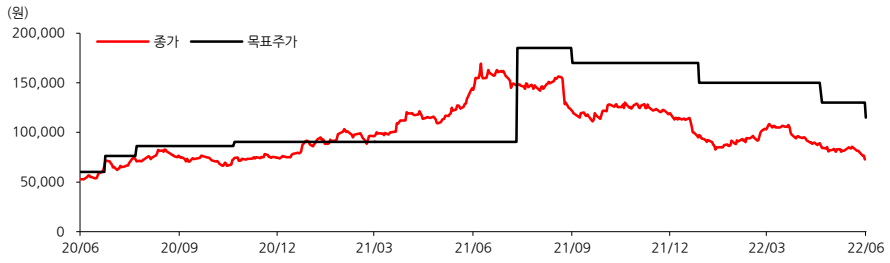
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2022 년 6 월 16 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.07.09	2020.08.05	2020.08.07	2020.09.16	2020.09.24
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		380,000	380,000	430,000	430,000	430,000
일 시	2020.10.07	2020.11.06	2020.11.11	2021.07.27	2021.08.09	2021.09.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	430,000	450,000	450,000	185,000	185,000	185,000
일 시	2021.09.16	2021.10.07	2021.11.05	2021.11.23	2021.12.15	2022.01.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	150,000
일 시	2022.02.14	2022.03.04	2022.04.07	2022.05.06	2022.05.24	2022.06.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	130,000	130,000	115,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.07.09	Buy	76,272	-10.75	-2.50
2020.08.07	Buy	86,308	-14.25	-4.19
2020.11.06	Buy	90,323	18.36	87.66
2021.07.27	Buy	185,000	-21.43	-15.41
2021.09.16	Buy	170,000	-29.47	-23.53
2022.01.12	Buy	150,000	-36.60	-27.67
2022.05.06	Buy	130,000	-37.07	-34.08
2022.06.16	Buy	115,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2022 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%