



# 카카오 (035720)

## 예상보다 컸던 브랜딩 광고주의 예산 축소

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 70,000원

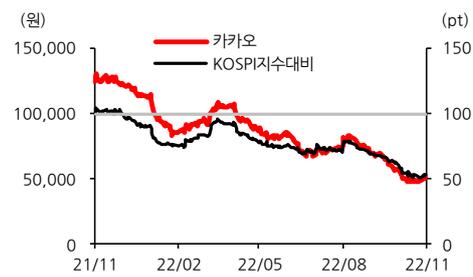
현재 주가(11/2)	52,300원
상승여력	▲33.8%
시가총액	232,903억원
발행주식수	445,322천주
52 주 최고가 / 최저가	130,000 / 47,300원
90 일 일평균 거래대금	1,334.67억원
외국인 지분율	27.5%
주주 구성	
김범수 (외 73 인)	24.2%
국민연금공단 (외 1 인)	6.4%
MAXIMOPE (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.4	-27.2	-40.1	-59.1
상대수익률(KOSPI)	-16.8	-22.9	-27.0	-36.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,157	6,137	7,304	8,348
영업이익	456	595	643	816
EBITDA	722	968	1,171	1,306
지배주주순이익	156	1,392	1,632	564
EPS	352	3,122	3,771	1,304
순차입금	-2,589	-3,006	-1,542	-2,060
PER	222.3	36.0	13.9	40.1
PBR	1.1	5.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	44.1	48.7	18.6	16.3
배당수익률	0.0	0.0	0.1	0.1
ROE	2.7	17.1	15.1	4.7

### 주가 추이



동사의 3분기 실적은 컨센서스를 하회했습니다. 최근 주가는 크게 하락해 여러 우려 요인이 반영되었다고 볼 수 있지만, 경기 침체 및 매크로 환경과 무관하게 이익 반등 시그널이 확인되어야 하는 게 반등의 선결 조건이라고 판단합니다.

### 3분기 실적은 시장 기대치 하회

동사의 3분기 실적은 매출액 1.86조 원, 영업이익 1503억 원을 기록하며 영업이익의 컨센서스를 16% 하회했다. 특비즈 매출액은 YOY 15% 증가에 그치며 성장률 둔화 추세를 이어갔다. 커머스는 선물하기 배송 상품 확대로 YoY 12% 증가했지만, 광고는 브랜딩 광고주들의 예산 축소 영향으로 인해 YoY 4% 성장했다. 플랫폼기타 매출액은 YoY 61% 증가했는데, 이동수요 회복에 따른 택시 매출과 주차 서비스 성장이 견인한 것으로 파악된다. 마케팅비가 글로벌 웹툰 사업의 효율화로 QoQ 26% 감소했음에도 불구하고 상각자산 대상과페이증권 관련 비용 증가로 인해 영업이익률은 전분기 대비 1.3%p 감소한 8.1%를 기록했다.

### 이익 반등 시기 지연, 본격적인 수익성 회복은 23년

경기 침체 영향으로 인한 브랜딩 광고업황 둔화와 화재 이슈로 인한 서비스 지연은 동사의 이익 반등 시기를 지연시키는 요인이 될 것으로 예상된다. 성수기 효과로 전분기 대비 회복세는 나타나겠지만, 정체된 캠페인수와 단가를 의미있게 반등시키기에는 어려울 것으로 판단한다. 우리는 4분기 광고 매출이 YoY 9.3% 성장에 그칠 것으로 전망하며, 특비즈 매출 성장률은 YoY 8.5%까지 낮아질 것으로 예상한다. 긍정적인 부분은 인건비와 마케팅비는 신규 인력 채용 최소화 및 글로벌 웹툰 마케팅 축소로 인해 더 이상 수익성에 부담 요인되지 않는다는 점이다.

### 목표주가 7만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 7만 원으로 하향한다. 올해와 내년 영업이익 전망치를 기존 대비 각각 7%, 5% 하향 조정했고, 글로벌 동종업체 밸류에이션 하락을 반영했다. 최근 주가는 크게 하락해 여러 우려 요인이 반영되었다고 볼 수 있겠지만, 경기 침체 및 매크로 환경과 무관하게 이익 반등 시그널이 확인되어야 하는 게 반등의 선결 조건이라고 판단한다. 이제 동사의 주가 상승 모멘텀은 다른 어떤 것도 아닌 본사(광고+커머스)의 실적 반등이 될 것으로 예상된다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,258	1,352	1,741	1,786	1,652	1,822	1,859	1,971	4,157	6,137	7,304	8,348
YoY (%)	44.9	41.9	58.2	44.6	31.3	34.8	6.8	10.4	35.4	47.6	19.0	14.3
플랫폼부문	696	762	779	1005	886	931	987	1079	2,248	3,241	3,883	4,556
특비즈	374	390	405	475	461	453	467	515	1,149	1,644	1,897	2,203
포털비즈	117	125	119	131	114	102	110	129	478	493	456	509
플랫폼기타	205	246	255	399	311	375	410	434	621	1,104	1,530	1,844
콘텐츠부문	562	590	962	780	766	892	872	892	1,909	2,895	3,421	3,792
뮤직	185	188	197	203	204	209	250	231	705	773	895	928
스토리	175	186	219	211	241	228	231	256	528	791	956	1,120
게임	130	129	463	277	246	337	296	283	495	999	1,162	1,287
미디어	73	87	83	89	75	118	94	121	180	333	408	457
YOY 성장률												
플랫폼부문	47%	47%	35%	48%	27%	22%	27%	7%	57%	44%	20%	17%
특비즈	60%	52%	38%	30%	23%	16%	15%	9%	77%	43%	15%	16%
포털비즈	1%	7%	-2%	7%	-3%	-18%	-8%	-1%	-9%	3%	-7%	12%
플랫폼기타	68%	74%	54%	107%	52%	52%	61%	9%	138%	78%	39%	20%
콘텐츠부문	42%	35%	84%	41%	36%	51%	-9%	14%	17%	52%	18%	11%
뮤직	9%	11%	8%	9%	11%	11%	27%	14%	20%	10%	16%	4%
스토리	80%	57%	47%	29%	38%	22%	6%	21%	78%	50%	21%	17%
게임	35%	20%	208%	97%	89%	162%	-36%	2%	25%	102%	16%	11%
미디어	119%	112%	102%	39%	3%	35%	13%	35%	-49%	85%	23%	12%
영업비용	1,100	1,190	1,573	1,679	1,493	1,651	1,708	1,808	3,701	5,542	6,660	7,532
YoY (%)	41.0	39.1	60.4	54.7	35.7	38.8	8.6	7.6	29.3	49.7	20.2	13.1
인건비	293	301	307	516	420	426	433	456	920	1,417	1,735	1,896
매출연동비	493	530	806	648	584	655	711	729	1,746	2,477	2,680	3,089
외주/인프라	144	165	198	234	205	236	238	256	458	741	935	1,020
마케팅비	67	91	148	129	115	150	112	140	232	435	517	620
상각비	79	79	89	120	131	136	153	167	265	367	586	670
기타	24	23	25	33	39	49	60	59	79	105	207	237
영업이익	157.6	162.6	168.2	108.6	158.5	171.0	150.3	163.4	456	595	643	816
YoY (%)	78.7	66.3	39.9	-27.4	0.6	5.2	-10.6	50.5	120.4	30.5	8.2	26.8
영업이익률(%)	12.5	12.0	9.7	6.1	9.6	9.4	8.1	8.3	11.0	9.7	8.8	9.8
당기순이익	239.9	315.9	866.3	224.1	1321	101.2	137.2	124.8	173	1646	1685	564
YoY (%)	200	118	503	흑전	451	-68	-84	-44	흑전	849.6	2.4	-66.5
순이익률(%)	19.1	23.4	49.8	12.5	80.0	5.6	7.4	6.3	4.2	26.8	23.1	6.8

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
포털 적정가치	1,276	
22E 매출액	456	
22E 순이익	114	순이익률 25% 가정
Target PER(배)	11.2	글로벌 포털 평균 PER에 30% 할인
특비즈 적정가치	9,298	
22E 매출액	1,913	
22E 순이익	765.3	순이익률 40% 가정
Target PER(배)	12.2	텐센트와 페이스북 PER 평균에 10% 할인
게임즈 지분가치	893	시가총액에 40% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	2,592	
기업가치	4,500	최근 투자유치 시점 가치(5 조원)에 10% 할인 적용
지분율	58%	
재팬(픽코마) 지분가치	7,215	
기업가치	7,920	투자유치 시점 가치(8.8 조원)에 10% 할인 적용
지분율	91%	
뱅크 지분가치	486	
기업가치	1,519	시가총액에 40% 할인
지분율	32%	
페이 지분가치	1,430	
기업가치	2,985	시가총액에 40% 할인
지분율	48%	
카카오엔터 지분가치	6,624	
기업가치	9,000	최근 유상증자 시점 가치(10 조원)에 10% 할인 적용
지분율	74%	
카카오엔터프라이즈 지분가치	862	
기업가치	990	최근 투자유치 시점 가치(1.1 조원) 10% 할인 적용
지분율	87%	
순현금	700	
적정 기업가치	31,376	
발행 주식 수(천 주)	443,523	
적정 추가(원)	70,743	
목표 추가(원)	70,000	
현재 추가(원)	52,300	
상승 여력	33.8%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,070	4,157	6,137	7,304	8,348
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	207	456	595	643	816
EBITDA	426	722	968	1,171	1,306
순이자손익	20	19	36	103	125
외화관련손익	13	7	0	0	0
지분법손익	1	293	2,172	-25	0
세전계속사업손익	-234	414	2,294	2,361	786
당기순이익	-342	173	1,646	1,685	564
지배주주순이익	-301	156	1,392	1,632	564
<b>증가율(%)</b>					
매출액	27.0	35.4	47.6	19.0	14.3
영업이익	183.5	120.4	30.5	8.2	26.7
EBITDA	104.6	69.7	34.0	20.9	11.6
순이익	적전	흑전	849.6	2.4	-66.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	6.7	11.0	9.7	8.8	9.8
EBITDA 이익률	13.9	17.4	15.8	16.0	15.6
세전이익률	-7.6	10.0	37.4	32.3	9.4
순이익률	-11.1	4.2	26.8	23.1	6.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	753	971	1,307	642	1,196
당기순이익	-342	173	1,646	1,685	564
자산상각비	219	266	373	527	490
운전자본증감	371	183	-209	-505	85
매출채권 감소(증가)	39	-60	-20	-117	-98
재고자산 감소(증가)	-19	-4	-11	-35	-16
매입채무 증가(감소)	100	104	458	-163	183
투자현금흐름	-414	-1,261	-3,341	-2,054	-718
유형자산처분(취득)	-99	-169	-213	-297	-294
무형자산 감소(증가)	-55	-81	-76	-157	-263
투자자산 감소(증가)	346	-664	-1,158	-647	-62
재무현금흐름	322	1,305	4,441	681	-23
차입금의 증가(감소)	-134	424	1,134	723	0
자본의 증가(감소)	321	66	217	54	-23
배당금의 지급	-10	-13	-69	-23	-23
총현금흐름	353	601	1,049	730	1,111
(-)운전자본증가(감소)	-315	-540	-563	1,077	-85
(-)설비투자	106	183	216	300	294
(+)자산매각	-48	-66	-73	-154	-263
Free Cash Flow	513	891	1,323	-800	639
(-)기타투자	550	704	2,666	382	98
잉여현금	-36	187	-1,343	-1,182	541
NOPLAT	150	191	427	459	585
(+) Dep	219	266	373	527	490
(-)운전자본투자	-315	-540	-563	1,077	-85
(-)Capex	106	183	216	300	294
OpFCF	578	814	1,147	-390	867

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,830	4,463	8,102	8,295	8,982
현금성자산	2,149	3,577	6,860	6,076	6,594
매출채권	388	467	663	761	859
재고자산	49	46	92	127	143
비유동자산	5,908	6,987	13,712	16,086	16,250
투자자산	2,009	3,205	6,807	8,440	8,538
유형자산	350	431	555	651	606
무형자산	3,548	3,352	6,348	6,995	7,106
자산총계	8,737	11,954	22,780	25,217	26,102
유동부채	2,134	2,628	5,246	4,907	5,161
매입채무	677	994	1,556	1,415	1,598
유동성이자부채	535	284	1,983	1,744	1,744
비유동부채	564	1,166	2,885	4,228	4,284
비유동이자부채	245	704	1,871	2,790	2,790
부채총계	2,997	4,526	9,190	10,158	10,509
자본금	43	44	45	45	45
자본잉여금	5,043	5,833	7,781	7,885	7,885
이익잉여금	148	316	1,710	3,325	3,866
자본조정	-9	105	449	392	392
자기주식	-1	-1	-1	0	0
자본총계	5,740	7,428	13,590	15,246	15,787

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-698	352	3,122	3,771	1,304
BPS	60,603	71,173	22,391	26,174	27,391
DPS	25	30	53	50	50
CFPS	818	1,358	2,353	1,641	2,497
ROA(%)	-3.6	1.5	8.0	6.8	2.2
ROE(%)	-5.8	2.7	17.1	15.1	4.7
ROIC(%)	4.5	6.7	10.1	6.7	7.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-44.1	222.3	36.0	13.9	40.1
PBR	0.5	1.1	5.0	2.0	1.9
PSR	4.3	8.3	8.2	3.2	2.8
PCR	37.7	57.6	47.8	31.9	20.9
EV/EBITDA	27.9	44.1	48.7	18.6	16.3
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	52.2	60.9	67.6	66.6	66.6
Net debt/Equity	-23.9	-34.9	-22.1	-10.1	-13.0
Net debt/EBITDA	-321.7	-358.4	-310.5	-131.7	-157.7
유동비율	132.6	169.9	154.4	169.0	174.0
이자보상배율(배)	16.1	24.1	15.1	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	43.1	27.4	30.3	34.6	33.7
현금+투자자산	56.9	72.6	69.7	65.4	66.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	12.0	11.7	22.1	22.9	22.3
자기자본	88.0	88.3	77.9	77.1	77.7

[ Compliance Notice ]

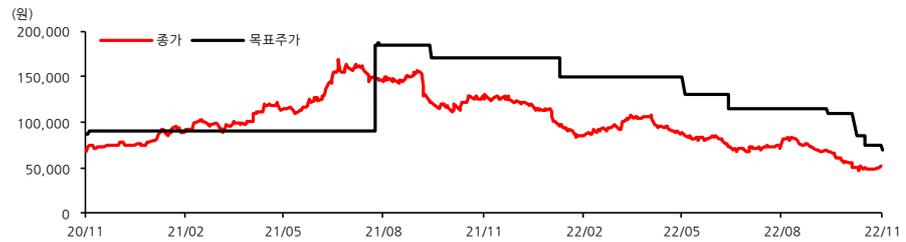
(공표일: 2022년 11월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 카카오의 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자이견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2020.11.06	2020.11.11	2021.07.27	2021.08.09	2021.09.08
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		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
투자이견	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
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	130,000	130,000	115,000
일 시	2022.07.20	2022.08.04	2022.09.14	2022.10.11	2022.10.19	2022.11.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	110,000	85,000	75,000	70,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-36.11	-27.22
2022.09.14	Buy	110,000	-45.22	-38.09
2022.10.11	Buy	85,000	-41.88	-39.53
2022.10.18	Buy	75,000	-34.23	-30.27
2022.11.03	Buy	70,000		

**[ 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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

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: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%