

카카오 (035720.KS)

최악의 구간은 지나감

나빠진センチ먼트는 주가에 상당부분 반영되었고 이제는 회복을 기대. 경영진은 쇄신에 대한 노력을 보여주고 있고, 실적은 안정적 성장이 기대되는 가운데, 금리 인하 가능성 등 외부 변수도 우호적으로 변화 중

Analyst 안재민
02)768-7647, jaemin.ahn@nhqv.com

RA 김도희
02)2229-6883, dohee.kim@nhqv.com

변화를 시도하고 있는 카카오

카카오에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 57,000원에서 68,000원으로 상향. 금리 인하 기대감이 반영되며 성장주의 대표격인 인터넷 업체들의 주가가 반등하고 있고, 지난 몇 개월간 카카오 주가에 영향을 미쳤던 우려들은 조금씩 해소 구간에 진입. 새로운 CEO 선임과 김범수 창업자 주도로 회사 경영 쇄신을 준비하고 있다는 점에서 최악의 국면은 지났다고 판단

김범수 의장은 11일 임직원 간담회를 통해 그룹 거버넌스 개편, 기업문화 재정, 핵심사업 집중 등 변화에 대해 언급하였고, 18일에는 외부 통제를 위한 '준법 과신회위원회'를 출범하며 카카오를 바로잡기 위한 준비에 돌입

다만, 여전히 에스엠엔터테인먼트의 주가 조작 사건의 재판이 진행 중이고, 정부의 플랫폼 규제법 제정 시도 등 우려도 상존하고 있음

목표주가 상향은 2023년 이후 실적 추정치 상향과 목표주가 산정을 위한 기준 연도를 2024년으로 변경하였기 때문

2024년 실적 성장 기대

카카오의 2024년 실적은 매출액 9.46조원(+15.5% y-y), 영업이익 5,816억원(+20.8% y-y)으로 전망. 카카오톡 탭 개편과 그에 따른 광고 노출도 증가, 자회사 실적 성장, 인력 구조 조정을 비롯한 비용 절감 노력이 더해져 실적 성장 기대. 하반기 이후 경기마저 회복된다면 실적 성장은 예상보다 빠르게 개선될 수 있을 것으로 전망. 아직은 보수적으로 추정함

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 68,000원 (상향)

현재가 (23/12/20) 53,700원

업종 인터넷

KOSPI / KOSDAQ 2614.30 / 862.98

시가총액(보통주) 23,972.0십억원

발행주식수(보통주) 444.7백만주

52주 최고가('23/02/09) 70,900원

최저가('23/11/01) 37,600원

평균거래대금(60일) 78,077백만원

배당수익률(2023E) 0.13%

외국인지분율 26.4%

주요주주

김범수 외 91 인 24.2%

국민연금공단 6.4%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) 10.9 0.6 -0.9

상대수익률 (%p) 11.2 2.9 -8.9

2022 2023E 2024F 2025F

매출액 7,107 8,184 9,456 10,380

증감률 15.8 15.2 15.5 9.8

영업이익 580 482 582 696

증감률 -2.5 -17.0 20.8 19.6

영업이익률 8.2 5.9 6.2 6.7

(지배지분)순이익 1,353 307 407 488

EPS 3,037 690 915 1,098

증감률 -3.0 -77.3 32.6 20.1

PER 17.5 78.1 58.9 49.1

PBR 2.4 2.6 2.5 2.4

EV/EBITDA 20.2 21.3 18.0 16.2

ROE 13.5 3.2 4.3 5.0

부채비율 69.7 72.2 73.2 73.4

순차입금 -3,762 -1,642 -1,581 -1,734

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

카카오는 카카오톡의 플랫폼을 기반으로 광고, 게임, 커머스, 콘텐츠, 핀테크 등 다양한 서비스를 제공하는 업체. 2022년 매출액은 7조1,068억원(+15.8% y-y)이며 매출 비중은 특비즈 26.8%, 게임 15.6%, 스토리 13.0%, 미디어 5.8% 등으로 구성. 카카오톡의 압도적인 MAU(4,704만명)를 활용한 플랫폼 사업의 본격적인 성장 기대

Share price drivers/Earnings Momentum

- 특비즈보드의 본격적인 도입으로 인한 광고 매출 성장
- 웹툰-IP-콘텐츠-미디어-연예매니지먼트의 밸류 체인 확보를 통한 콘텐츠 매출 성장

Downside Risk

- 성장주로 인한 높은 Valuation 부담
- 금리, 인플레이션 등 외부 변수에 따른 실적 및 주가 영향

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Alphabet	23.8	20.7	5.9	4.6	26.1	26.4
Meta Platforms	24.4	20.0	5.9	4.5	26.3	25.8
Amazon	57.2	41.7	8.0	6.1	15.5	17.2
Tencent	68.3	37.8	9.3	7.0	16.6	21.9
Alibaba	17.2	11.0	1.8	1.2	7.5	12.3

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	35.9	17.5	78.1	58.9	49.1
PBR	5.0	2.4	2.6	2.5	2.4
PSR	8.1	3.3	2.9	2.5	2.3
ROE	17.1	13.5	3.2	4.3	5.0
ROIC	20.4	-0.8	8.8	5.3	6.0

자료: NH투자증권 리서치본부

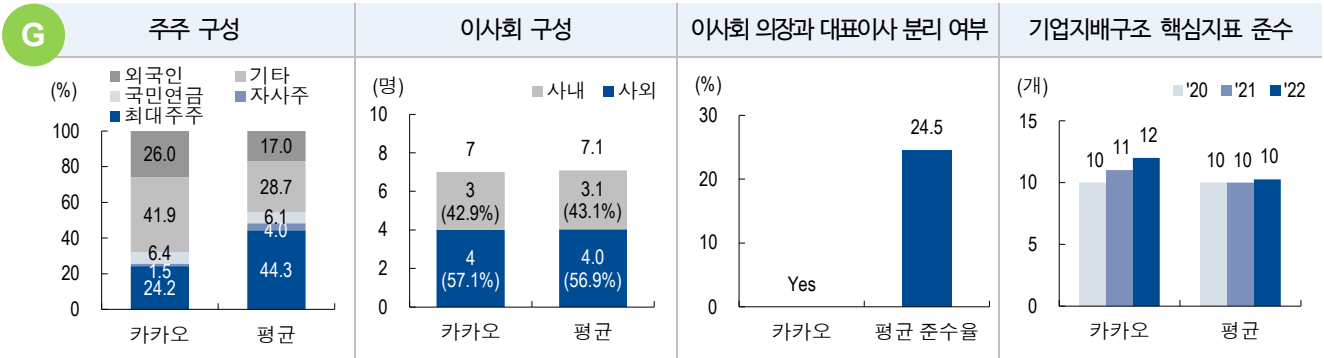
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

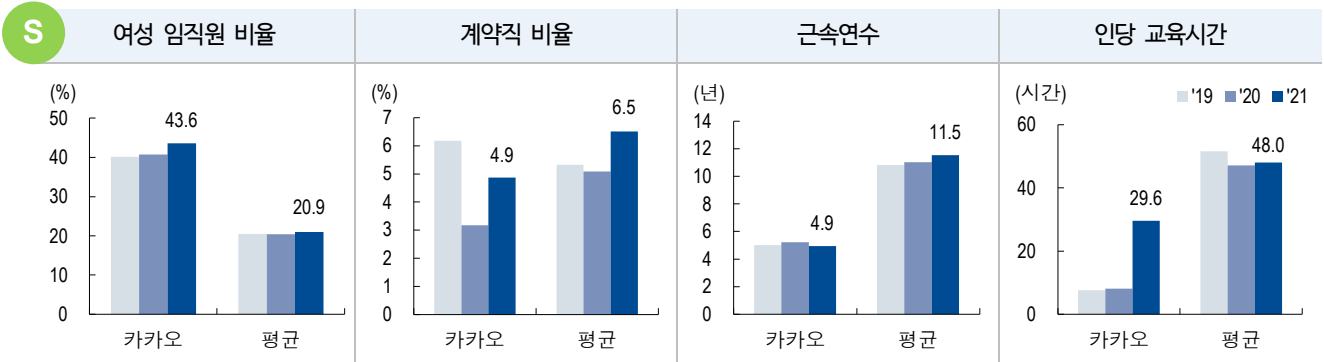
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	499	932	1,464	1,972	2,417	3,070	4,157	6,137	7,107
영업이익	176	89	116	165	73	207	456	595	580
영업이익률(%)	35.4	9.5	7.9	8.4	3.0	6.7	11.0	9.7	8.2
세전이익	169	110	100	153	131	-234	414	2,294	1,304
순이익	150	79	65	125	16	-342	173	1,646	1,063
지배지분순이익	150	76	58	109	48	-301	156	1,392	1,353
EBITDA	199	164	230	295	208	426	722	968	1,162
CAPEX	13	76	81	75	97	106	183	216	453
Free Cash Flow	208	86	236	297	394	646	788	1,090	225
EPS(원)	6,116	1,269	874	1,602	613	-3,585	1,776	3,132	3,037
BPS(원)	42,218	42,472	50,765	59,332	61,602	60,603	71,173	22,391	22,444
DPS(원)	173	167	148	148	127	127	150	53	60
순차입금	-640	-574	113	-908	-1,525	-1,657	-3,062	-5,067	-3,762
ROE(%)	11.4	3.0	1.9	2.9	1.0	-5.8	2.7	17.1	13.5
ROIC(%)	22.3	3.3	5.4	3.8	-0.6	8.3	10.0	20.4	-0.8
배당성장(%)	6.7	13.3	17.3	9.3	21.0	-3.5	8.3	1.7	1.9
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
순차입금 비율(%)	-26.0	-22.2	3.1	-20.3	-27.1	-28.9	-41.2	-37.3	-27.8

자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

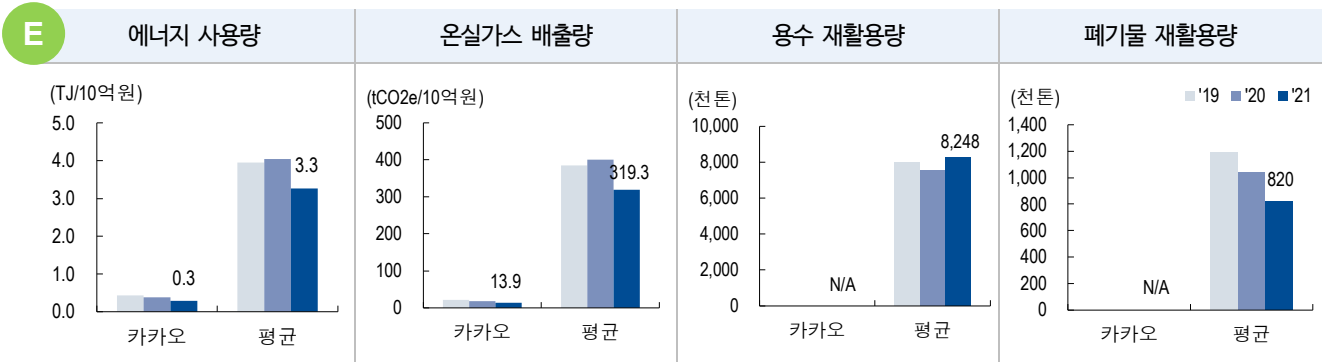
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 카카오, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2023.9 - 에너지효율 1등급, 녹색 건축 인증 최우수 등급의 에너지 효율 극대화한 친환경 자체 데이터센터 준공
	2023.4 - 카카오모빌리티는 친환경 모빌리티 활성화 및 리사이클링 생태계 구축 위해 GS글로벌과 업무 협약
S	2022.12 - 판교 데이터센터 화재로 카카오 서비스 먹통 사태가 발생했으며 데이터센터 이원화 및 재난 대응 부실 논란 발생. 책임 차원에서 각자 대표 사퇴했으며 서비스 장애 피해 보상안도 마련
G	2023.12 - 준법/윤리경영을 지원하는 외부 기구인 '준법과신뢰위원회' 설립
	2023.3 - 카카오는 공개매수 통해 에스엠엔터테인먼트 지분 약 40%를 확보해 최대주주 등극

자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

**목표주가
68,000원으로 상향**

카카오에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 57,000원에서 68,000원으로 상향한다.

당사는 카카오의 목표주가 산정 시 카카오의 사업부와 자회사 합산가치를 고려하며, 합산가치는 29.7조원으로 추정한다. 목표주가 상향은 2023년 이후 실적 추정치 상향과 금리인하 가능성에 따른 성장주의 주가 변동에 따라 카카오재팬, 카카오모빌리티에 적용하고 있던 PSR Valuation을 2.5배로 상향하였으며, 목표주가 산정을 위한 기준연도를 2024년으로 변경하였기 때문이다.

목표주가 68,000원은 2024년 예상 EPS, BPS 대비 각각 74.4배, 3.2배 수준이며, 현재 주가 대비 상승여력은 26.7%이다.

표1. Sum of the Parts Valuation을 적용한 목표주가는 68,000원

	적정가치(십억원)	주당가치(원)	비고
카카오톡 광고 사업 가치 - ①	7,380	16,858	
2024년 예상 토크비즈 매출	1,230		영업이익률 50% 가정
Target PER	15.0		
카카오커머스 사업 가치 - ②	3,404	7,776	거래대금 대비 0.3 배수 적용
포털 가치 - ③	379	866	
2024년 예상 포털광고 매출	316		영업이익률 15% 가정
Target PER	10.0		
카카오게임즈 가치 - ④	795	1,815	최근 1개월 주가 평균 적용. 카카오 지분 40.9%
카카오페이 가치 - ⑤	2,863	6,540	최근 1개월 주가 평균 적용. 카카오 지분 46.6%
카카오뱅크 가치 - ⑥	3,327	7,600	최근 1개월 주가 평균 적용. 카카오 지분 27.2%
에스엠엔터테인먼트 가치 - ⑦	838	1,913	최근 1개월 주가 평균 적용. 카카오 연결 기준 지분 40.2%
카카오엔터테인먼트 가치 - ⑧	7,370	16,835	카카오페이지, 카카오 M, 멜론 합산 기업가치 중 카카오 지분 66% 반영
카카오재팬(픽코마) 가치 - ⑨	2,411	5,507	2024년 예상 매출액 PSR 2.5 배 적용
카카오모빌리티 가치 - ⑩	894	2,042	2024년 예상 당기순이익 PER 40 배 적용. 카카오 지분 57.2%
합산가치 (①~⑩)	29,660	67,752	

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 카카오 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	7,107	8,184	9,456	10,380
	- 수정 전	-	8,326	9,651	10,700
	- 변동률	-	-1.7	-2.0	-3.0
영업이익	- 수정 후	580.3	481.5	581.6	695.9
	- 수정 전	-	460.5	540.6	728.8
	- 변동률	-	4.6	7.6	-4.5
영업이익률(수정 후)		8.2	5.9	6.2	6.7
EBITDA		1,162	1,214	1,440	1,594
(지배지분)순이익		1,353	306.8	406.7	488.3
EPS	- 수정 후	3,037	690	915	1,098
	- 수정 전	3,037	755	894	1,219
	- 변동률	0.0	-8.7	2.3	-10.0
PER		17.5	78.1	58.9	49.1
PBR		2.4	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA		20.2	21.3	18.0	16.2
ROE		13.5	3.2	4.3	5.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 카카오 분기별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q23F	2022	2023E	2024F
매출액	1,740.3	2,042.5	2,160.9	2,240.2	2,270.8	2,318.7	2,360.0	2,506.1	7,107.1	8,184.0	9,455.6
플랫폼	964.7	988.7	1,029.5	1,087.3	1,090.1	1,096.6	1,123.5	1,200.5	3,770.4	4,070.2	4,510.7
특비즈	515.6	503.0	517.7	577.0	573.5	565.5	583.7	651.4	1,901.7	2,113.2	2,374.2
포털비즈	83.6	89.5	83.2	84.3	78.1	81.7	76.1	80.0	424.1	340.6	315.9
플랫폼 기타	365.6	396.3	428.5	426.1	438.4	449.3	463.7	469.1	1,444.6	1,616.5	1,820.6
콘텐츠	775.6	1,053.8	1,131.5	1,152.9	1,180.7	1,222.1	1,236.5	1,305.6	3,336.8	4,113.8	4,944.9
게임	247.3	268.6	262.0	267.8	315.1	317.3	336.5	369.5	1,109.5	1,045.7	1,338.4
뮤직	232.0	480.7	513.3	504.1	533.0	551.4	539.4	537.6	894.4	1,730.1	2,161.4
스토리	228.6	231.0	249.1	247.8	242.2	263.3	257.0	268.3	920.9	956.5	1,030.8
미디어	67.7	73.5	107.0	133.3	90.5	90.2	103.5	130.2	412.0	381.5	414.3
영업비용	1,669.2	1,929.0	2,020.6	2,083.6	2,136.7	2,177.2	2,223.9	2,336.1	6,526.7	7,702.5	8,873.9
인건비	445.8	471.8	467.0	486.5	492.4	504.5	507.7	523.1	1,687.1	1,871.1	2,027.8
매출연동비	666.8	810.4	872.1	897.5	902.8	930.7	952.5	995.2	2,655.9	3,246.8	3,781.1
외주/인프라	242.0	282.3	289.2	307.0	312.0	317.7	332.8	371.9	924.8	1,120.5	1,334.3
마케팅비용	114.6	120.0	125.4	131.0	138.3	137.5	139.3	148.4	485.1	491.1	563.5
상각비	150.3	185.0	198.4	198.8	212.8	214.8	214.8	216.3	581.7	732.4	858.7
영업이익	71.1	113.5	140.3	156.6	134.1	141.6	136.0	170.0	580.5	481.5	581.6
영업이익률	4.1	5.6	6.5	7.0	5.9	6.1	5.8	6.8	8.2	5.9	6.2
세전이익	73.3	112.1	128.5	199.2	132.3	132.4	148.5	180.0	1,344.1	513.1	593.2
순이익	77.5	55.4	33.3	140.6	93.3	87.0	102.3	124.1	1,278.8	306.8	406.7

자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	7,107	8,184	9,456	10,380
증감률 (%)	15.8	15.2	15.5	9.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,107	8,184	9,456	10,380
Gross 마진 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 일반관리비	6,527	7,702	8,874	9,685
영업이익	580.3	481.5	581.6	695.9
증감률 (%)	-2.5	-17.0	20.8	19.6
OP 마진 (%)	8.2	5.9	6.2	6.7
EBITDA	1,162	1,214	1,440	1,594
영업외손익	724.0	31.6	11.5	17.8
금융수익(비용)	-120.4	71.4	45.2	49.2
기타영업외손익	902.1	-48.8	-49.6	-48.5
종속, 관계기업관련손익	-57.6	8.9	15.9	17.1
세전계속사업이익	1,304	513.1	593.2	713.7
법인세비용	241.8	197.0	156.7	188.5
계속사업이익	1,063	316.1	436.5	525.1
당기순이익	1,063	316.1	436.5	525.1
증감률 (%)	-35.5	-70.2	38.1	20.3
Net 마진 (%)	15.0	3.9	4.6	5.1
지배주주지분 순이익	1,353	306.8	406.7	488.3
비지배주주지분 순이익	-290.4	9.4	29.7	36.8
기타포괄이익	-1,731	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-668.3	316.1	436.5	525.1

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(배)	17.5	78.1	58.9	49.1
PBR(배)	2.4	2.6	2.5	2.4
PCR(배)	20.5	20.5	17.1	15.4
PSR(배)	3.3	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA(배)	20.2	21.3	18.0	16.2
EV/EBIT(배)	40.4	53.7	44.6	37.1
EPS(배)	3,037	690	915	1,098
BPS(배)	22,444	20,637	21,473	22,482
SPS(배)	15,954	18,400	21,260	23,340
자기자본이익률(ROE, %)	13.5	3.2	4.3	5.0
총자산이익률(ROA, %)	4.6	1.4	2.0	2.3
투자자본이익률(ROIC, %)	-0.8	8.8	5.3	6.0
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.2
배당성장률(%)	1.9	10.0	8.6	8.1
총현금배당금(십억원)	26	31	35	39
보통주 주당배당금(원)	60	70	80	90
순부채(현금)/자기자본(%)	-27.8	-12.9	-12.0	-12.7
총부채/자기자본(%)	69.7	72.2	73.2	73.4
이자발생부채	4,176	3,786	3,852	3,905
유동비율(%)	164.8	108.3	106.1	106.9
총발행주식수(백만주)	445.4	444.7	444.7	444.7
액면가(원)	100	100	100	100
주가(원)	53,100	53,900	53,900	53,900
시가총액(십억원)	23,651	23,972	23,972	23,972

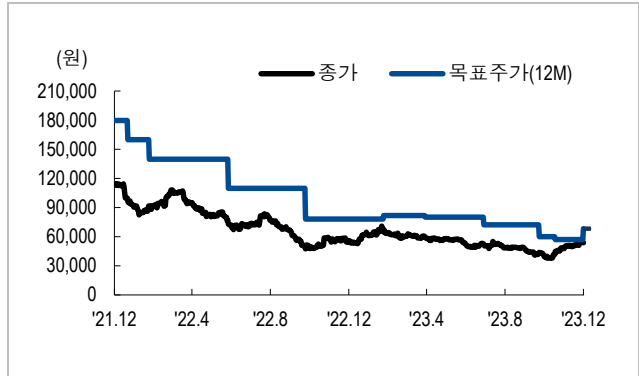
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	4,780	2,214	1,975	2,077
매출채권	440.9	457.6	475.4	487.0
유동자산	7,756	5,302	5,489	5,828
유형자산	885.4	950.8	997.1	1,040
투자자산	4,890	5,075	5,414	5,644
비유동자산	14,451	15,448	16,082	16,621
자산총계	22,963	21,904	22,726	23,604
단기성부채	1,351	1,482	1,542	1,588
매입채무	94.4	98.0	113.2	124
유동부채	4,706	4,894	5,176	5,453
장기성부채	2,825	2,304	2,310	2,317
장기충당부채	163.3	169.5	195.8	214.9
비유동부채	3,844	3,362	3,454	3,520
부채총계	9,432	9,181	9,602	9,994
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	8,116	7,021	7,021	7,021
이익잉여금	3,046	3,323	3,694	4,143
비지배주주지분	3,535	3,544	3,574	3,610
자본총계	13,532	12,722	13,124	13,609

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	678.4	1,074	1,373	1,546
당기순이익	1,063	316.1	436.5	525.1
+ 유/무형자산상각비	581.4	732.4	858.7	898.3
+ 종속, 관계기업관련손익	-1,603	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-39.6	0	0	0
Gross Cash Flow	1,154	1,168	1,398	1,556
- 운전자본의증가(감소)	-460.2	25.3	77.5	122.8
투자활동 현금흐름	-1,574	-2,129	-1,647	-1,462
+ 유형자산 감소	14.3	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-452.9	-543.1	-597.4	-627.3
+ 투자자산의매각(취득)	-147.3	-185.2	-338.6	-230.1
Free Cash Flow	225.5	530.8	775.2	918.9
Net Cash Flow	-896	-1,055	-274.3	84.3
재무활동 현금흐름	411.8	-1,511	35.4	18.2
자기자본 증가	334.6	-1,095	0	0
부채증감	77.2	-416.1	35.4	18.2
현금의증가	-489.8	-2,622.2	-238.9	102.5
기말현금 및 현금성자산	4,836	2,214	1,975	2,077
기말 순부채(순현금)	-3,762	-1,642	-1,581	-1,734

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.12.21	Buy	68,000원(12개월)	-	-
2023.11.07	Buy	57,000원(12개월)	-12.8%	-3.7%
2023.10.13	Buy	60,000원(12개월)	-33.8%	-28.0%
2023.07.19	Buy	72,000원(12개월)	-32.6%	-23.8%
2023.04.19	Buy	80,000원(12개월)	-31.7%	-26.8%
2023.02.13	Buy	82,000원(12개월)	-25.6%	-20.7%
2022.10.14	Buy	78,000원(12개월)	-27.3%	-9.1%
2022.06.16	Buy	110,000원(12개월)	-36.3%	-23.9%
2022.02.13	Buy	140,000원(12개월)	-34.0%	-22.5%
2022.01.10	Buy	160,000원(12개월)	-43.9%	-39.3%

카카오 (035720.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 12월 15일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.2%	17.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '카카오'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '카카오 (을)'를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.