

카카오

035720

Apr 19, 2022

Buy

유지

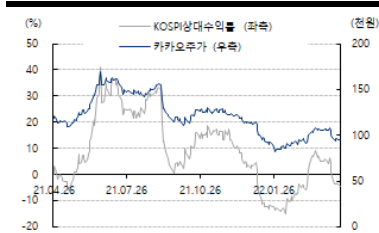
TP 120,000 원

유지

Company Data

현재가(04/18)	94,400 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	169,500 원
52 주 최저가(보통주)	82,600 원
KOSPI (04/18)	2,693.21p
KOSDAQ (04/18)	918.23p
자본금	446 억원
시가총액	421,279 억원
발행주식수(보통주)	44,627 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	166.7 만주
평균거래대금(60 일)	1,697 억원
외국인자본(보통주)	28.77%
주요주주	
김범수 외 65 인	24.19%
국민연금공단	7.41%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.0	-22.3	-20.7
상대주가	-12.5	-13.3	-5.8

2분기 마진 개선 기대

1Q22 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회 예상

카카오 1Q22 매출은 1조 6,760억원(YoY +33.2%), 영업이익은 1,377억원(YoY -12.6%) 수준을 기록할 전망. 매출액 컨센서스(1조 7,479억원)과 영업이익 컨센서스(1,632억원)에 각각 4.1%, 15.6%에 미달할 것으로 예상. 톡비즈 중 광고형 매출은 비수기 및 오미크론 강화 영향으로 2,513억원(QoQ -5.0%, YoY +32.7%)에 그친 것으로 추정. 톡스토어 등 커머스 거래액은 계절성 영향 받았으나, 생일 등 영향으로 계절성 영향이 덜하고 설날 등 신년 이벤트가 포함된 선물하기 거래액 유지되며 거래형 매출은 2,114억원(QoQ +0.5%, YoY +21.9%) 기록 예상. 전분기 QoQ +56.7% 고성장한 플랫폼 기타 부문은 일부 일회성 매출 정상화로 QoQ -16% 감소 추정. 콘텐츠 중 게임 매출은 오딘 안정화 지속으로 2,278억원(QoQ -17.7%, YoY +74.8%)에 그쳤을 것으로 예상되나 스토리 부문은 글로벌 성장 지속되며 2,326억원 (QoQ +10.1%, YoY +33.2%) 기록 기대

1Q22 영업비용은 1조 5,383억원으로 컨센서스(1조 5,847억원) 하회하나, 탑라인 성장 둔화 영향으로 영업이익은 컨센서스 하회, OPM은 8.2% 기록 예상. 임직원 연봉인상과 전년도 카카오페이즘을 통한 라이온하트스튜디오, 세나테크놀로지 인수와 카카오펀터테이먼트를 통한 타파스, 래디시 인수에 따른 임직원 수 증가로 인건비는 YoY +32.5% 증가 추정. 일회성 상여금 제거 효과로 QoQ로는 -24.3% 완화 예상. 매출연동비와 마케팅비용은 매출 대비 각각 39%, 7% 기록 추정

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

1Q22 매출, 영업이익 하향 조정에도 투자의견 Buy와 목표주가 120,000원 유지. 목표주가 유지 이유는 1) 2022년 톡비즈 부문 성장에 대한 기대감 여전히 유효하며, 2) 게임/스토리 부문을 중심으로 한 콘텐츠의 신작 출시와 글로벌 진출, 3) 그라운드X와 크러스트를 중심으로 한 블록체인 사업 성장성이 모멘텀으로 작용할 것으로 기대되기 때문

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	4,157	6,137	7,833	9,199	10,802
YoY(%)	35.4	47.6	27.7	17.4	17.4
영업이익(십억원)	456	595	803	1,061	1,384
OP 마진(%)	11.0	9.7	10.3	11.5	12.8
순이익(십억원)	173	1,646	845	1,057	1,322
EPS(원)	1,776	3,132	1,702	2,130	2,663
YoY(%)	흑전	76.3	-45.7	25.1	25.0
PER(배)	219.3	35.9	55.5	44.3	35.4
PCR(배)	292.6	62.9	18.2	17.2	16.5
PBR(배)	5.5	5.0	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA(배)	45.3	51.9	39.4	32.7	25.8
ROE(%)	2.7	17.1	7.3	8.5	9.7



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

1. 1Q22 실적 전망

1분기 매출은 컨센서스 하회 예상

카카오의 1Q22 매출은 1조 6,760억원(YoY +33.2%), 영업이익은 1,377억원(YoY -12.6%) 수준을 기록할 것으로 전망한다. 매출액 컨센서스(1조 7,479억원)와 영업이익 컨센서스(1,632억원)에 각각 4.1%, 15.6% 미달할 것으로 예상된다.

특비즈 중 광고형 매출은 1Q22 비수기 및 오미크론 강화와 신규 상품 론칭 지연에 따른 광고 집행 소폭 둔화로 2,513억원 (QoQ -5.0%, YoY +32.7%)에 그친 것으로 추정한다. 텍스트 어 등 커머스 거래액은 계절성의 영향을 받았으나, 생일 등 영향으로 그 영향이 덜하고 신년 이벤트가 포함된 선물하기 거래액이 유지되며 거래형 매출은 2,114억원(QoQ +0.5%, YoY +21.9%)을 기록한 것으로 예상된다. 전분기 QoQ +56.7%의 고성장을 보였던 플랫폼 기타 부문은 일부 일회성 매출 정상화로 QoQ -16% 감소한 것으로 추정한다.

컨텐츠 부문 중 게임 매출은 오딘 매출 안정화가 전분기에 이어 지속되며 2,278억원(QoQ -17.7%, YoY +74.8%)에 그쳤을 것으로 예상되지만 스토리 부문은 픽코마(일본)와 카카오엔터테인먼트(한국, 북미, 동남아)의 웹툰/웹소설 부문 글로벌 성장 지속되며 2,326억원 (QoQ +10.1%, YoY +33.2%)을 기록했을 것으로 기대한다.

[도표 1] 카카오 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	868.4	952.9	1,100.4	1,235.1	1,258.0	1,352.2	1,740.8	1,785.2	1,676.0	1,902.9	2,027.1	2,227.4	4,156.8	6,136.1	7,833.5
성장률(YoY %)	22.9%	30.0%	40.5%	45.7%	44.9%	41.9%	58.2%	44.5%	33.2%	40.7%	16.4%	24.8%	35.4%	47.6%	27.7%
플랫폼부문	472.1	516.6	578.5	680.7	695.5	761.8	778.7	1,004.8	919.8	973.5	1,009.8	1,171.9	2,247.9	3,240.8	4,074.9
특비즈	233.9	257.2	292.5	365.4	373.6	390.5	404.9	475.0	462.8	500.0	532.3	674.6	1,149.0	1,643.9	2,169.7
포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	117.5	125.1	119.2	130.7	121.8	128.2	121.9	131.0	478.0	492.5	503.0
플랫폼 기타	121.6	141.9	164.9	192.6	204.5	246.2	254.7	399.1	335.2	345.2	355.6	366.2	621.0	1,104.4	1,402.2
콘텐츠부문	396.3	436.3	521.9	554.4	562.4	590.4	962.1	780.3	756.2	929.5	1,017.3	1,055.6	1,908.9	2,895.3	3,758.6
뮤직	169.2	168.7	182.0	185.5	184.6	188.1	197.1	202.7	198.4	202.1	211.8	217.9	705.3	772.5	830.1
스토리	97.0	119.0	148.4	163.6	174.7	186.4	218.8	211.3	225.8	242.8	261.4	278.2	528.0	791.1	1,008.2
게임	96.8	107.5	150.4	140.8	130.3	128.6	463.1	276.8	227.8	371.1	415.9	430.3	495.5	998.8	1,445.1
미디어	33.3	41.2	41.1	64.6	72.9	87.4	83.1	89.5	97.4	105.1	110.2	118.2	180.1	332.9	430.9
영업비용	780.2	855.1	980.2	1,085.5	1,100.4	1,189.6	1,572.6	1,676.6	1,538.3	1,712.8	1,798.7	1,981.0	3,701.0	5,539.2	7,030.8
인건비	198.7	216.5	239.3	265.7	292.9	301.0	307.2	512.7	388.0	410.8	440.6	527.7	920.2	1,413.8	1,767.1
매출연동비	381.7	409.5	463.7	491.5	493.0	530.3	805.8	648.0	653.6	761.2	790.6	846.4	1,746.4	2,477.1	3,051.8
외주인프라비	92.1	106.6	113.9	145.1	144.5	164.9	197.8	233.8	226.6	242.0	249.9	262.2	457.7	741.0	980.8
마케팅비	29.9	38.5	76.3	87.5	67.2	91.1	148.1	128.6	117.3	140.8	156.1	178.2	232.3	435.1	592.4
상각비	58.7	61.6	66.8	78.2	79.2	78.8	89.1	120.7	121.9	123.1	124.4	125.6	265.3	367.7	495.0
기타	19.1	22.3	20.3	17.4	23.6	23.4	24.7	32.7	30.7	34.9	37.2	40.9	79.1	104.5	143.7
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.7	157.5	162.6	168.2	108.5	137.7	190.1	228.4	246.4	455.9	596.9	802.7
성장률(YoY %)	218.9%	141.7%	103.5%	88.1%	78.6%	66.3%	39.9%	-27.5%	-12.6%	16.9%	35.8%	127.1%	120.4%	30.9%	34.5%
OPM(%)	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.5%	12.0%	9.7%	6.1%	8.2%	10.0%	11.3%	11.1%	11.0%	9.7%	10.2%
지배주주순익	77.5	139.8	127.5	-189.1	224.5	311.7	779.1	82.4	161.3	178.1	198.9	221.9	155.6	1,397.7	760.1
NPM(%)	8.9%	14.7%	11.6%	-15.3%	17.8%	23.0%	44.8%	4.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.7%	3.7%	22.8%	9.7%

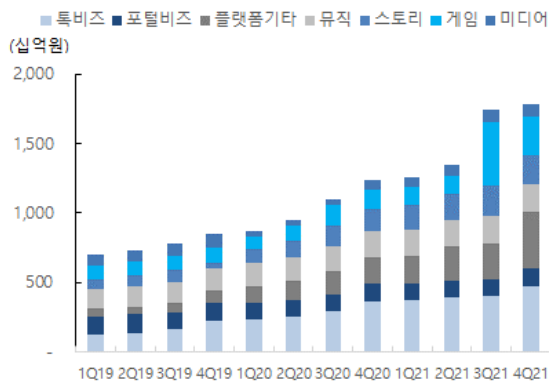
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

영업이익 컨센서스 하회 예상

1Q22 영업 비용은 1조 5,383억원으로 컨센서스(1조 5,847억원)를 하회하나, 탑라인 성장 둔화 영향으로 영업이익은 컨센서스인 1,632억원을 하회, OPM은 8.2% 수준을 기록할 것으로 예상된다. 임직원 연봉인상과 전년도 게임을 통한 라이온하트스튜디오, 세나테크놀로지 인수와 카카오엔터테인먼트를 통한 타파스, 래디시 인수에 따른 임직원 수 증가로 인건비는 YoY +32.5% 증가한 것으로 추정한다. 다만 전분기 반영되었던 일회성 상여금 제거 효과로 QoQ로는 -24.3% 완화되었을 것으로 예상된다.

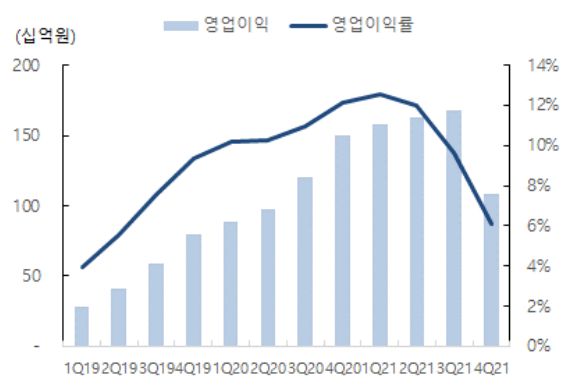
매출연동비는 매출 대비 39% 수준(QoQ +2.7%p)을 기록한 것으로 추산된다. 중분 비용이 상대적으로 낮은 광고 및 커머스 매출 비중이 계절성 영향으로 줄고, 콘텐츠 매출 비중이 늘어난 영향이다. 마케팅비용은 스토리 부문의 글로벌(프랑스, 북미, 아세안) 지역 투자 지속되며 7% 수준을 기록한 것으로 추정하며, 2분기부터 신작 게임 출시와 글로벌 투자 지속으로 QoQ 증가세를 보일 것으로 예상된다.

[도표 2] 카카오 사업부별 매출 추이



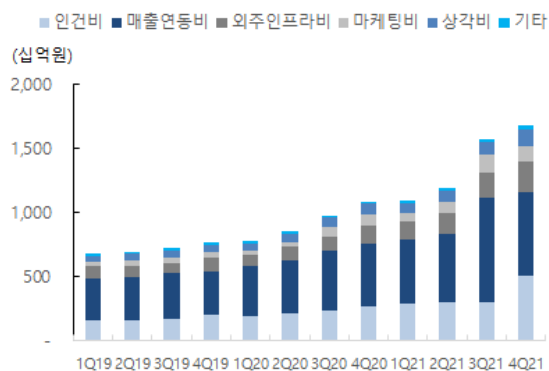
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 카카오 영업이익 & 영업이익률 추이



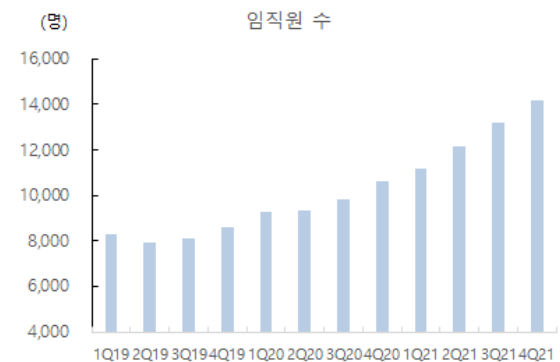
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 카카오 항목별 영업비용 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 카카오 임직원 수 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

2. Valuation

[도표 6] 카카오 SOTP Valuation

부문	단위	2022F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		16,892	
광고	십억원	부문 가치	11,331	
	십억원	2022년 예상 매출액	1,694	
	%	영업이익률	40%	
	%	세율	23%	
	십억원	2022년 예상 순이익	522	
	배	target P/E	21.72	Alphabet, Baidu, Meta Platforms, Tencent, Pinterest P/E 평균
커머스	십억원	부문 가치	5,561	
	십억원	2022년 예상 거래액	10,247	
	배	target EV/GMV	0.54	쿠팡 EV/GMV 30% 할인
지분법 회사/자회사 가치			32,992	
카카오페이	십억원	부문 가치	5,565	
	십억원	시가총액	16,886	
	%	지분을	47%	
	%	할인을	30%	상장사 30% 할인
카카오게임즈	십억원	부문 가치	1,523	
	십억원	시가총액	5,068	
	%	지분을	43%	
	%	할인을	30%	상장사 30% 할인
카카오뱅크	십억원	지분 가치	4,116	
	십억원	시가총액	21,619	
	%	지분을	27%	
	%	할인을	30%	상장사 30% 할인
카카오엔터테인먼트	십억원	지분 가치	6,850	2021년 10월 25일 직원 대상으로 주당 255,116원에 유상증자(기업가치 10조)
	%	지분을	69%	
픽코마	십억원	지분 가치	8,184	
	십억원	기업가치	8,800	2021년 5월 홍콩계 PEF Anchor Equity가 5,600억원 투자로 지분 7.1% 확보(기업가치 8.8조)
	%	지분을	93%	
모빌리티	십억원	지분 가치	3,040	
	십억원	기업가치	5,000	2021년 12월 Gs리테일로부터 5조원 기업가치로 650억원 투자 유치
	%	지분을	61%	
카카오엔터프라이즈	십억원	지분 가치	874	
	%	지분을	87%	
두나무	십억원	지분 가치	2,840	하이부 투자 시 두나무 기업가치 20조원 인정
	%	지분을	14%	
총기업가치	십억원		49,884	
순현금	십억원		1,734	
자사주	십억원		805	
적정시가총액	십억원		52,423	
발행주식수	천 주		445,962	
적정주가	원		117,550	
목표주가	원		120,000	
현재주가	원		94,400	
상승여력	%		27%	

자료: 교보증권 리서치센터

[카카오 035720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	4,157	6,137	7,833	9,199	10,802
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,157	6,137	7,833	9,199	10,802
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	3,701	5,542	7,031	8,137	9,418
영업이익	456	595	803	1,061	1,384
영업이익률 (%)	11.0	9.7	10.2	11.5	12.8
EBITDA	722	968	1,074	1,267	1,546
EBITDA Margin (%)	17.4	15.8	13.7	13.8	14.3
영업외손익	-42	1,699	226	226	226
관계기업손익	9	510	56	56	56
금융수익	216	178	269	269	269
금융비용	-73	-315	-360	-360	-360
기타	-194	1,326	261	261	261
법인세비용차감전순이익	414	2,294	1,029	1,288	1,610
법인세비용	241	648	184	231	288
계속사업순이익	173	1,646	845	1,057	1,322
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	1,646	845	1,057	1,322
당기순이익률 (%)	4.2	26.8	10.8	11.5	12.2
비지배지분순이익	18	254	85	107	134
지배지분순이익	155	1,392	760	951	1,189
지배순이익률 (%)	3.7	22.7	9.7	10.3	11.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	160	432	64	64	64
포괄순이익	334	2,078	909	1,121	1,386
비지배지분포괄이익	52	387	169	209	258
지배지분포괄이익	282	1,691	740	912	1,128

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	971	1,307	1,516	1,686	1,890
당기순이익	0	0	845	1,057	1,322
비현금항목의 가감	427	-597	1,580	1,531	1,391
감가상각비	176	238	151	95	60
외환손익	3	-1	1	1	1
자본법평가손익	-212	-2,129	-56	-56	-56
기타	461	1,296	1,485	1,491	1,387
자산부채의 증감	183	-209	-752	-729	-745
기타현금흐름	360	2,112	-157	-173	-78
투자활동 현금흐름	-1,261	-3,341	-4,047	-6,914	-13,587
투자자산	-277	-823	-502	-502	-502
유형자산	-183	-216	0	0	0
기타	-801	-2,302	-3,545	-6,412	-13,084
재무활동 현금흐름	1,305	4,441	4,493	4,487	4,487
단기차입금	108	728	728	728	728
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	387	512	512	512	512
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-13	-69	-23	-23	-23
기타	824	3,270	3,276	3,270	3,270
현금의 증감	976	2,431	2,496	8,919	31,720
기초 현금	1,918	2,894	5,326	7,822	16,741
기말 현금	2,894	5,326	7,822	16,741	48,461
NOPLAT	191	427	659	871	1,136
FCF	457	375	178	348	552

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,463	8,102	13,043	27,165	70,792
현금및현금성자산	2,878	5,232	7,822	16,741	48,461
매출채권 및 기타채권	467	663	827	981	1,164
재고자산	46	92	117	138	162
기타유동자산	1,073	2,116	4,277	9,305	21,005
비유동자산	6,987	13,712	13,998	14,350	14,746
유형자산	431	555	404	309	248
관계기업투자금	1,504	3,216	3,774	4,333	4,891
기타금융자산	1,094	1,633	1,633	1,633	1,633
기타비유동자산	3,958	8,308	8,186	8,075	7,973
자산총계	11,954	22,780	28,007	42,480	86,503
유동부채	2,628	5,246	5,674	6,871	8,565
매입채무 및 기타채무	994	1,556	1,575	1,591	1,609
차입금	130	896	1,624	2,352	3,079
유동성채무	40	0	6	6	6
기타유동부채	1,464	2,793	2,468	2,922	3,870
비유동부채	1,166	2,885	6,682	18,696	59,439
차입금	5	55	568	1,080	1,592
사채	322	498	498	498	498
기타비유동부채	839	2,332	5,617	17,118	57,349
부채총계	4,526	9,190	13,414	26,625	69,062
지배지분	6,299	9,984	10,721	11,649	12,814
자본금	44	45	45	45	45
자본잉여금	5,833	7,781	7,781	7,781	7,781
이익잉여금	316	1,710	2,446	3,374	4,539
기타자본변동	19	77	77	77	77
비지배지분	1,129	3,606	3,872	4,207	4,627
자본총계	7,428	13,590	14,593	15,855	17,441
총차입금	892	3,654	8,191	20,938	62,414

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,776	3,132	1,702	2,130	2,663
PER	219.3	35.9	55.5	44.3	35.4
BPS	71,173	22,391	24,024	26,102	28,714
PBR	5.5	5.0	3.9	3.6	3.3
EBITDAPS	8,245	2,178	2,406	2,840	3,463
EV/EBITDA	45.3	51.9	39.4	32.7	25.8
SPS	9,490	13,807	17,553	20,612	24,205
PSR	41.0	8.1	5.4	4.6	3.9
CFPS	5,222	843	400	780	1,238
DPS	150	53	53	53	53

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	35.4	47.6	27.7	17.4	17.4
영업이익 증가율	120.4	30.5	34.9	32.2	30.4
순이익 증가율	흑전	849.6	-48.7	25.1	25.0
수익성					
ROIC	7.5	12.6	14.6	19.6	25.6
ROA	1.5	8.0	3.0	2.7	1.8
ROE	2.7	17.1	7.3	8.5	9.7
안정성					
부채비율	60.9	67.6	91.9	167.9	396.0
순차입금비율	7.5	16.0	29.2	49.3	72.2
이자보상배율	24.1	15.1	12.9	13.3	14.2

카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.09.22	매수	84,000	(12.65)	(9.17)	2021.06.23	매수	190,000	(18.16)	(17.37)
2020.10.08	매수	84,000	(12.25)	(9.17)	2021.06.29	매수	190,000	(16.84)	(14.21)
2020.10.13	매수	84,000	(15.22)	(9.17)	2021.07.06	매수	190,000	(16.18)	(14.21)
2020.11.09	매수	88,000	(13.86)	3.98	2021.07.19	매수	190,000	(19.04)	(14.21)
2021.01.13	매수	96,000	(5.89)	(1.35)	2021.08.10	매수	190,000	(20.01)	(14.21)
2021.02.09	매수	96,000	(3.23)	7.08	2021.08.26	매수	190,000		
2021.02.22	매수	110,000	(11.98)	(8.91)	담당자 변경				
2021.04.05	매수	110,000	(7.30)	9.55		매수	120,000		
2021.04.22	매수	140,000	(16.51)	(13.21)					
2021.05.07	매수	140,000	(14.16)	1.79					
2021.06.15	매수	140,000	(10.97)	13.57					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.8%	0.0%	1.2%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하