

카카오(035720)

매수(유지)

목표주가: 68,000원(하향)

1Q24 Preview: 선택과 집중이 필요한 시기

다시 불거지는 성장에 대한 우려

1Q24 매출액과 영업이익은 각각 1.97조원(+21.5% YoY, -1.3% QoQ)과 1,108억원(+55.8% YoY, -31.1% QoQ)으로 컨센서스(영업이익 1,463억원)를 하회할 전망이다. 특비즈 매출액은 5,263억원(+8.6% YoY, -2.1% QoQ)으로 전망한다. 커머스와 광고 모두 전년동기대비 성장은 이어가겠지만 광고 비수기 영향으로 4분기 대비 매출은 감소할 전망이다. 콘텐츠 매출액은 1.05조원(+36.1% YoY, +1.3% QoQ)로 추정한다. 게임사업부는 1분기 출시한 R.O.M이 흥행에 성공하며 반등하겠으나 에스엠, 미디어 등 엔터테인먼트 사업의 부진이 예상된다. 영업비용은 1.86조원(+19.3% YoY, +1.3% QoQ)으로 전망한다. 엔터프라이즈 등 신사업의 구조조정으로 인건비 부담이 줄고 마케팅 또한 최대한 제한적으로 집행하고 있으나 신규 데이터센터 가동으로 감가상각비가 200억원 증가하는 점은 부담이다.

콘텐츠 사업부의 부진이 실적에 부담요인으로 작용

카카오 광고는 경기 불황에도 메세징 광고 성장이 견조하고 커머스 또한 럭셔리 상품 판매 비중이 늘어나 P와 Q의 상승이 안정적으로 이어지고 있다. 따라서 2024년은 주력 사업부의 성적에 대한 부담이 줄어들 것이다. 그러나 콘텐츠 사업부의 부진이 실적에 발목을 잡는 모양새이다. 네이버웹툰의 IPO를 앞두고 주요 시장에서 경쟁이 심화되며 카카오도 웹툰에 대한 마케팅 투자를 다시 늘리고 있다. 카카오 엔터테인먼트의 드라마 또한 편성의 어려움이 겹치며 제작 스케줄 상 딜레마가 생겨나고 있다.

선택과 집중이 필요

투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 68,000원으로 기존대비 9.3% 하향한다. 카카오 커머스의 회계 인식방법 변화에 따른 영향으로 특비즈의 매출 추정치를 8.2% 하향했으며 주요 상장 자회사의 주가 하락에 따른 지분가치 감소분 또한 반영했다. 광고, 커머스를 제외한 사업부들의 성장성이 전반적으로 하락하는 국면인 만큼 이를 반전시킬 수 있는 전략이 필요하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	6,799	569	1,358	3,118	(2.9)	1,151	17.0	21.5	2.4	13.6	0.1
2023A	7,557	461	(1,013)	(2,315)	NM	1,222	NM	21.0	2.5	(10.3)	0.1
2024F	8,434	565	176	402	NM	1,529	126.9	15.9	2.3	1.8	0.1
2025F	9,467	710	277	634	57.9	1,842	80.4	13.3	2.2	2.8	0.1
2026F	10,428	904	390	894	41.1	2,199	57.0	11.3	2.1	3.8	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
61	50	65	65

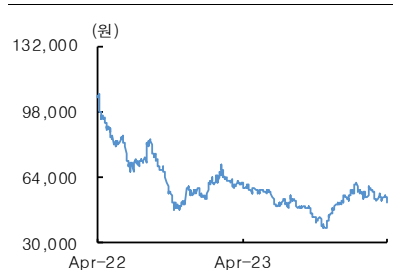
Stock Data

KOSPI(4/3)	2,707
주가(4/3)	51,000
시가총액(십억원)	22,703
발행주식수(백만)	443
52주 최고/최저가(원)	61,100/37,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	88,182
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.4/28.0
주요주주(%)	김범수 외 92 인 24.1
	MAXIMO PTE 6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	16.0	(15.3)
KOSPI 대비(%p)	(6.8)	6.2	(24.8)

주가추이



자료: FnGuide

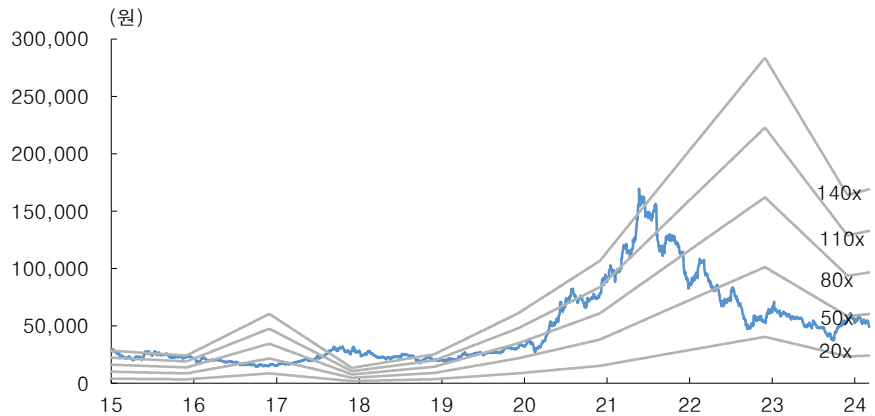
정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

김예림

yerim.kim@koreainvestment.com

[그림 1] 카카오 밸류에이션은 40배 수준



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 카카오 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	변경전		변경후		차이	
	2023A	2024F	2023A	2024F	2023A	2024F
매출액	8,115	9,144	7,557	8,434	(6.9)	(7.8)
영업이익	514	697	469	565	(8.7)	(19.0)
세전이익	-1,370	466	-1,640	404	-	(13.4)
순이익	-1,593	363	-1,863	315	-	(13.3)

자료: 한국투자증권

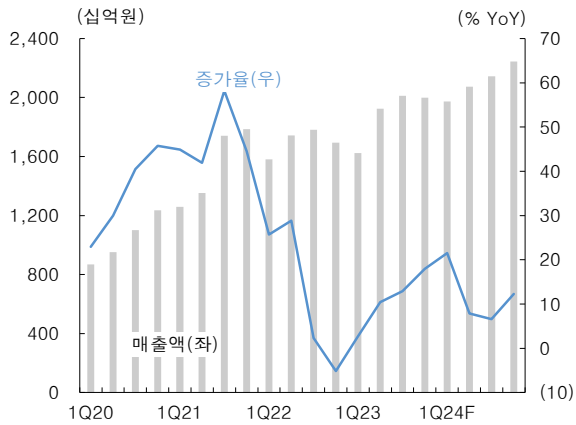
<표 2> 카카오 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,624	1,923	2,011	1,999	1,973	2,074	2,144	2,244	6,799	7,557	8,434	9,467
YoY(%)	2.7	10.4	12.9	17.9	21.5	7.8	6.6	12.3	10.8	11.1	11.6	12.2
플랫폼	848	869	880	957	918	970	993	1,094	3,463	3,554	3,975	4,537
특 비즈니스	485	480	479	538	526	549	550	614	1,902	1,982	2,240	2,550
포털 비즈니스	84	89	83	88	74	80	75	80	424	344	309	289
기타 플랫폼	280	300	317	331	317	342	368	400	1,137	1,228	1,427	1,698
콘텐츠	776	1,054	1,131	1,042	1,055	1,104	1,150	1,149	3,336	4,003	4,459	4,930
뮤직	232	481	513	498	468	496	511	537	894	1,724	2,012	2,201
스토리	229	231	249	213	243	247	266	225	921	922	981	1,126
게임	247	269	262	232	247	260	269	279	1,110	1,010	1,055	1,123
미디어	68	73	107	99	97	101	105	109	412	347	411	481
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,862	1,936	1,990	2,081	6,230	7,096	7,870	8,757
YoY(%)	9.1	15.1	15.6	15.2	19.3	7.0	5.5	13.2	12.5	13.9	10.9	11.3
인건비	448	472	468	472	486	488	491	502	1,701	1,860	1,967	2,076
매출연동비	642	780	849	714	704	747	782	830	2,654	2,986	3,064	3,503
마케팅비	97	100	105	104	118	124	129	135	417	406	506	682
기타	374	457	466	547	554	577	588	614	1,457	1,844	2,333	2,497
영업이익	71	113	124	161	111	138	153	163	580	469	565	710
YoY(%)	(55.2)	(33.9)	(17.3)	60.4	55.8	21.9	23.2	1.2	(2.5)	(19.1)	20.3	25.7
영업이익률(%)	4.4	5.9	6.2	8.0	5.6	6.6	7.1	7.3	8.5	6.2	6.7	7.5
세전이익	73	112	113	(1,937)	122	147	170	(35)	1,304	(1,640)	404	636
YoY(%)	(95.8)	(52.8)	(52.5)	108.7	66.0	32.1	50.9	(98.2)	(43.1)	(225.7)	(124.6)	57.7
순이익	64	56	34	(2,016)	95	115	132	(28)	1,063	(1,863)	315	496
YoY(%)	(95.2)	(44.8)	(75.6)	304.9	48.8	105.9	295.4	(98.6)	(35.5)	(275.3)	(116.9)	57.7

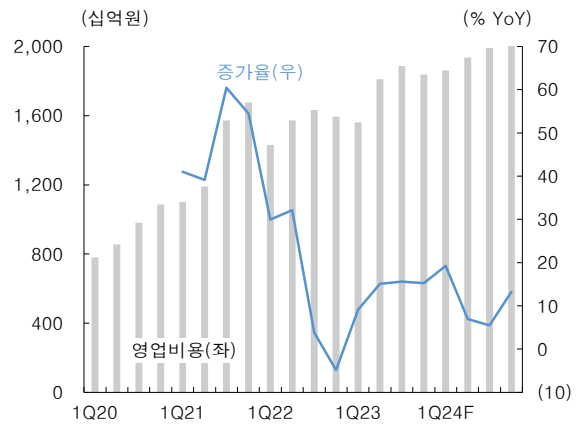
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 2] 2024년 매출 성장 회복 기대



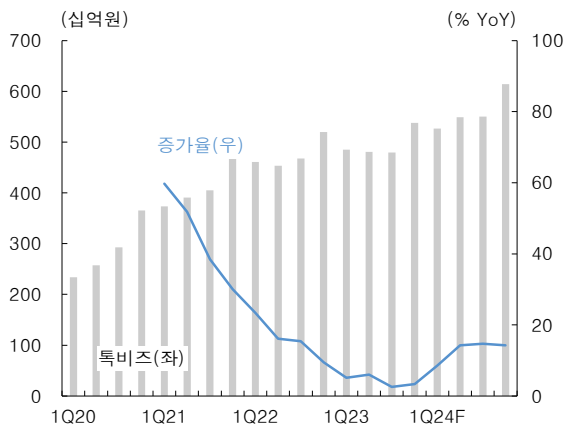
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 3] 비용 부담은 점차 감소



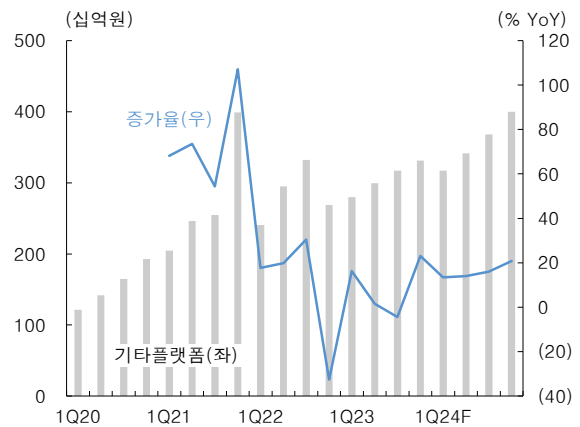
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 4] 특비즈는 4분기부터 성장을 회복 전망



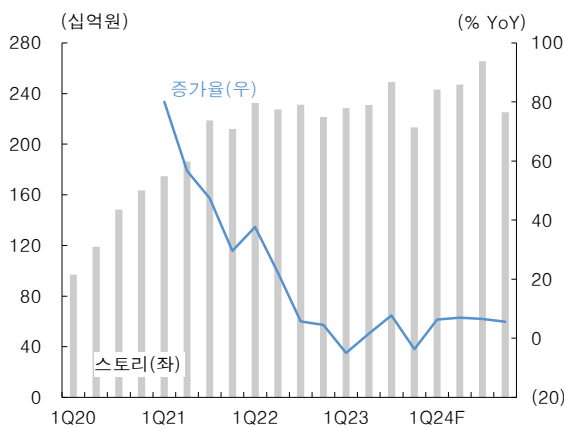
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 5] 기타플랫폼은 무난한 성장 전망



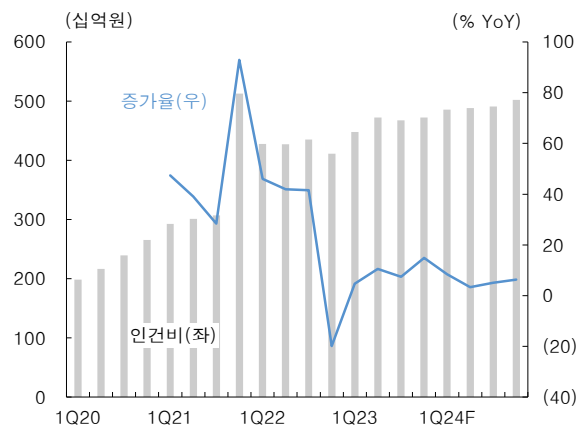
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 6] 웹툰사업부는 성장률 회복이 다소 더딜 것



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 7] 2024년 인건비 부담은 크지 않음



자료: 카카오, 한국투자증권

〈표 3〉 카카오 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	내용	비고
1) 포털 가치	325	
12MF 매출액	309	
순이익률(%)	8%	
PER	13.1	구글의 2023년 PER 에 40% 할인 적용
2) 카카오톡 가치	7,055	
12MF 매출액	2,240	
PSR	3.2	텐센트의 2023년 PSR 30% 할인 적용
3) 멜론 가치	3,621	
12MF 매출액	2,012	
NPM(%)	12%	
PER	15.0	과거 로엔에 적용하던 PER 활용
4) 카카오엔터테인먼트 가치	2,851	지분율 66%
카카오페이지 가치	2,700	
12MF GMV multiple	1,350	2.0 China literature 의 상장 이후 평균 PSR 40% 할인
카카오 M 가치	1,620	마지막 유상증자 당시 기업가치 기준
5) 카카오재팬 가치	2,551	지분율 91.1%
12MF GMV multiple	1,400	2.0 China literature 의 상장 이후 평균 PSR 40% 할인
6) 카카오게임즈 가치	779	지분율 40.9%
7) 카카오페이 가치	2,377	지분율 46.5%
8) 카카오모빌리티 가치	3,444	적정가치 6조원, 지분율 57.4%
9) 카카오뱅크 가치	3,444	지분율 27.2%
10) 카카오엔터프라이즈 가치	934	마지막 유상증자 당시 기업가치 기준, 지분율 85.1%
11) 두나무 가치	1,214	지분율 10.9%
12MF 매출액	1,856	
순이익률(%)	60.0	
PER	10.0	
12) 기타 자산가치	987	
카카오 기업가치	29,581	
적정주가	67,504	
목표주가	68,000	

주: 카카오 모빌리티의 가치는 우버의 MAU당 가치를 30% 할인하여 적용
 자료: 한국투자증권

〈표 4〉 인터넷 peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		NAVER	Kakao	Alphabet	Meta	Amazon	Microsoft	Tencent	ALIBABA	BAIDU	Z HOLDINGS
매출	2022A	8,220	7,107	365,522	150,699	664,245	238,412	106,367	155,189	23,722	16,287
	2023A	9,671	7,557	401,662	176,272	751,054	280,415	112,351	165,969	24,831	16,171
	2024F	10,772	9,050	386,999	213,683	864,052	331,489	125,279	175,633	26,932	16,131
	2025F	11,937	9,990	456,322	240,325	965,978	378,936	137,732	189,501	28,955	17,626
영업이익	2022A	1,305	581	96,722	37,406	15,829	100,265	43,380	12,669	3,052	1,969
	2023A	1,489	461	110,143	61,088	48,153	117,137	29,530	19,173	4,032	3,041
	2024F	1,727	695	133,711	84,360	75,288	145,320	36,790	24,302	5,181	1,830
	2025F	1,976	840	153,941	97,033	97,031	166,623	42,123	27,378	5,699	2,038
영업이익률	2022A	15.9	8.2	26.5	24.8	2.4	42.1	40.8	8.2	12.9	12.1
	2023A	15.4	6.1	27.4	34.7	6.4	41.8	26.3	11.6	16.2	18.8
	2024F	16.0	7.7	34.6	39.5	8.7	43.8	29.4	13.8	19.2	11.3
	2025F	16.5	8.4	33.7	40.4	10.0	44.0	30.6	14.4	19.7	11.6
순이익	2022A	760	1,353	77,505	29,982	(3,518)	87,464	36,106	11,324	1,450	803
	2023A	1,012	(1,013)	96,426	51,088	39,755	95,751	21,255	13,906	3,748	1,730
	2024F	1,394	510	113,904	73,740	69,907	118,400	34,617	29,491	5,173	1,158
	2025F	1,626	612	135,402	84,497	88,386	135,143	39,321	29,715	5,751	1,178
PER	2022A	35.5	17.1	18.1	11.9	113.9	28.0	14.9	15.7	21.1	52.6
	2023A	33.6	-	22.8	20.7	51.9	34.7	21.9	17.2	16.5	15.6
	2024F	22.6	42.8	21.9	24.8	36.0	36.1	14.9	8.3	10.1	21.7
	2025F	19.3	38.8	19.1	21.5	29.3	31.5	13.2	8.4	9.3	21.4
PBR	2022A	1.2	2.3	4.4	2.5	5.9	11.5	3.9	2.0	1.2	1.5
	2023A	1.5	2.4	6.1	5.9	7.8	12.3	3.1	1.8	1.0	1.0
	2024F	1.3	2.2	5.7	6.5	7.0	11.2	2.7	1.2	1.0	0.9
	2025F	1.2	2.1	4.7	5.0	5.4	8.8	2.3	1.2	1.0	0.9
ROE	2022A	3.2	13.5	23.6	18.5	(1.9)	47.2	24.6	6.6	3.5	2.9
	2023A	4.4	(10.2)	27.4	28.0	17.5	38.8	15.1	7.5	8.7	6.4
	2024F	5.6	4.8	26.7	30.8	18.1	35.2	17.8	11.2	8.6	4.2
	2025F	6.3	4.9	26.6	29.0	18.7	32.2	17.5	11.9	8.6	4.2
PSR	2022A	3.2	3.3	4.1	2.8	1.7	9.7	5.1	2.2	2.2	2.6
	2023A	3.5	3.1	5.7	6.8	2.7	12.0	4.1	2.1	2.2	1.7
	2024F	2.9	2.5	6.7	8.2	3.0	12.8	4.0	1.4	1.9	1.6
	2025F	2.7	2.3	5.7	7.3	2.6	11.2	3.7	1.3	1.8	1.4
EV/EBITDA	2022A	14.4	20.4	11.2	7.6	15.0	18.8	10.3	11.7	7.9	13.5
	2023A	16.4	19.9	16.7	14.6	17.1	23.7	11.9	8.7	5.0	6.6
	2024F	13.3	16.4	13.8	13.9	14.7	24.4	11.2	4.2	4.8	7.8
	2025F	11.9	14.9	12.1	12.0	12.5	21.2	10.0	4.0	4.4	7.3

자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	6,799	7,557	8,434	9,467	10,428
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,799	7,557	8,434	9,467	10,428
판매관리비	6,229	7,096	7,870	8,757	9,524
영업이익	569	461	565	710	904
영업이익률(%)	8.4	6.1	6.7	7.5	8.7
EBITDA	1,151	1,222	1,529	1,842	2,199
EBITDA Margin(%)	16.9	16.2	18.1	19.5	21.1
영업외수익	700	(2,109)	(161)	(74)	(6)
금융수익	343	317	274	231	213
금융비용	488	308	256	266	273
기타영업외손익	902	(2,122)	(178)	(38)	56
관계기업관련손익	(58)	4	(1)	(1)	(2)
세전계속사업이익	1,269	(1,648)	404	636	898
법인세비용	202	168	89	140	198
연결당기순이익	1,067	(1,817)	315	496	700
지배주주지분순이익	1,358	(1,013)	176	277	390
지배주주순이익률(%)	20.0	(13.4)	2.1	2.9	3.7
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	15.0	11.2	11.6	12.2	10.1
영업이익 증가율	(3.1)	(19.1)	22.5	25.7	27.3
지배주주순이익 증가율	(2.1)	NM	NM	57.7	41.1
EPS 증가율	(2.9)	NM	NM	57.9	41.1
EBITDA 증가율	19.8	6.1	25.2	20.4	19.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	678	1,341	4,264	3,837	3,889
당기순이익	1,067	(1,817)	315	496	700
유형자산감가상각비	378	489	613	737	860
무형자산상각비	204	271	352	395	435
자산부채변동	(460)	248	2,824	1,965	1,559
기타	(511)	2,150	160	244	335
투자활동현금흐름	(1,574)	(1,780)	(3,757)	(3,754)	(3,765)
유형자산투자	(453)	(575)	(451)	(1,187)	(1,311)
유형자산매각	14	14	14	14	14
투자자산순증	(120)	188	(623)	(734)	(683)
무형자산순증	(91)	(135)	(2,254)	(1,325)	(1,300)
기타	(924)	(1,272)	(443)	(522)	(485)
재무활동현금흐름	412	1,020	717	637	546
자본의증가	354	1,216	0	0	0
차입금의순증	265	(75)	883	883	883
배당금지급	(23)	(55)	(27)	(27)	(27)
기타	(184)	(66)	(139)	(219)	(310)
기타현금흐름	(6)	(27)	0	0	0
현금의증가	(490)	553	1,225	720	670
FCF	32	1,556	1,874	1,546	1,483

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

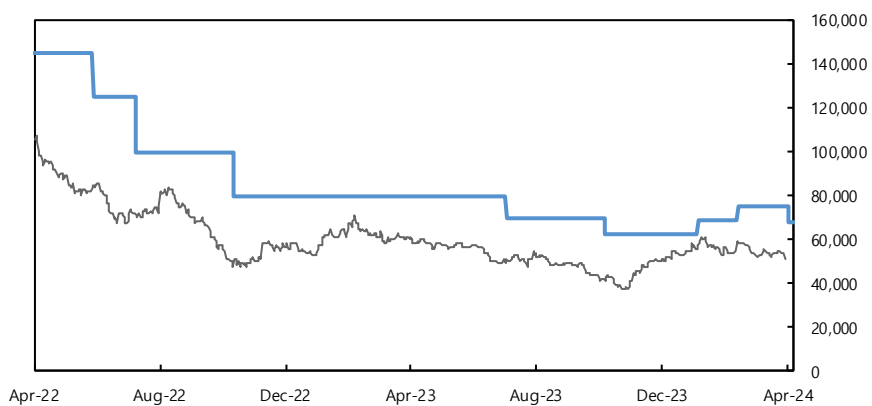
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	22,964	25,180	29,628	33,478	37,090
유동자산	7,756	8,943	9,981	11,204	12,341
현금성자산	4,780	5,269	5,880	6,601	7,270
매출채권및기타채권	772	1,134	1,265	1,420	1,565
재고자산	160	139	155	174	191
비유동자산	14,451	15,090	18,367	20,838	23,167
투자자산	4,857	5,362	5,985	6,718	7,399
유형자산	885	1,322	1,759	2,195	2,632
무형자산	6,022	5,689	7,591	8,521	9,385
부채총계	9,448	11,321	15,481	18,862	21,799
유동부채	4,768	6,245	9,781	12,487	14,773
매입채무및기타채무	1,642	3,623	1,265	1,420	1,564
단기차입금및단기사채	1,084	1,621	2,159	2,696	3,234
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,798	3,737	4,205	4,697	5,178
사채	561	0	20	40	60
장기차입금및금융부채	2,264	2,578	2,891	3,205	3,518
자본총계	13,516	13,859	14,147	14,617	15,290
지배주주지분	9,984	9,764	9,913	10,163	10,526
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	8,116	8,840	8,840	8,840	8,840
기타자본	41	8	8	8	8
이익잉여금	3,031	1,922	2,071	2,321	2,685
비지배주주지분	3,532	4,095	4,234	4,454	4,764
순차입금	(2,387)	(2,650)	(2,598)	(2,693)	(2,719)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,118	(2,315)	402	634	894
BPS	22,416	21,951	22,369	22,933	23,754
DPS	60	61	61	61	61
수익성(%)					
ROA	4.7	(7.5)	1.1	1.6	2.0
ROE	13.6	(10.3)	1.8	2.8	3.8
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	1.9	NM	15.2	9.6	6.8
안정성					
부채비율(x)	69.9	81.7	109.4	129.0	142.6
차입금/자본총계비율(%)	31.1	32.5	38.1	42.9	46.8
이자보상배율(x)	5.2	2.8	4.3	5.0	6.0
순차입금/EBITDA(x)	-2.1	-2.2	-1.7	-1.5	-1.2
Valuation(x)					
PER	17.0	NM	126.9	80.4	57.0
최고	37.5	NM	154.0	97.6	69.2
최저	14.9	NM	126.9	80.4	57.0
PBR	2.4	2.5	2.3	2.2	2.1
최고	5.2	3.2	2.8	2.7	2.6
최저	2.1	1.7	2.3	2.2	2.1
PSR	3.5	3.2	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	21.5	21.0	15.9	13.3	11.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
카카오 (035720)	2022.01.09	매수	145,000원	-35.9	-25.2
	2022.05.31	매수	125,000원	-40.9	-31.4
	2022.07.11	매수	100,000원	-30.5	-16.3
	2022.10.14	매수	80,000원	-28.2	-11.4
	2023.07.06	매수	70,000원	-29.8	-21.6
	2023.10.10	매수	62,000원	-23.3	-6.6
	2024.01.08	매수	69,000원	-18.0	-11.4
	2024.02.16	매수	75,000원	-27.4	-21.7
	2024.04.04	매수	68,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 4월 4일 현재 카카오 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 카카오 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.