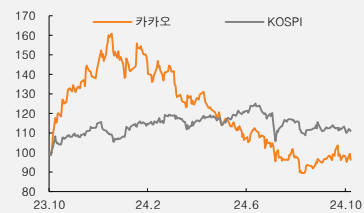


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 46,000원
현재주가(24/11/6)	36,550원
상승여력	25.9%

영업이익(24F,십억원)	550
Consensus 영업이익(24F,십억원)	532
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	73.0
P/E(24F,x)	39.8
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,563.51
시가총액(십억원)	16,211
발행주식수(백만주)	444
유동주식비율(%)	74.7
외국인 보유비중(%)	26.8
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	34,000
52주 최고가(원)	61,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.4	-25.7	-18.2
상대주가	-0.2	-22.4	-20.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

035720 · 인터넷

카카오

성장성 둔화 심화

3Q24 Review: 성장성 둔화 심화

3분기 매출액 1조 9,210억원(-4% YoY), 영업이익 1,310억원(+5% YoY)을 기록했다. 매출액은 컨센서스를 5% 하회, 영업이익은 4% 상회했다. 탑라인 부진은 콘텐츠 역성장세 심화에 기인한다. 3분기 콘텐츠 매출액은 9,780억원(-14% YoY)으로 예상치를 14% 하회했다. 일본 시장 경쟁 심화 영향으로 픽코마 매출은 YoY 4% 감소했고, 글로벌 일부 지역 사업을 철수한 엔터테인먼트는 YoY 21% 역성장했다.

플랫폼 매출액도 9,430억원(+7% YoY)으로 YoY 성장세 둔화가 지속되었다. DA 부진이 지속됨에 따라 톱비즈 광고 YoY 성장세가 4.3%까지 하락(1Q: 10.7%, 2Q: 8.5%)했다. 인건비, 마케팅비가 감소한 영업비용은 1조 7,910억원(-5% YoY)으로 예상치를 8% 하회했다.

신규 앱 출시 등 AI 서비스 확대를 예고

카카오가 준비 중인 신규 AI 앱 '카나나'의 BM과 타임라인이 구체화됐다. 연내 사내 CBT를 실시하면서 개선사항을 반영하고 내년 1분기에는 일반 이용자를 대상으로 CBT를 진행할 계획이다. BM은 월간 요금제와 같은 구독형 모델을 고려 중이다. 카나나는 카카오톡과 별개의 앱으로 출시될 예정이다.

연내 카카오톡 선물하기 내에서 쇼핑을 돕는 'AI 쇼핑메이트'를 선보일 계획이다. 친구의 성별, 연령대 등을 고려해 만족감을 높일 수 있는 선택을 하도록 도와줄 것으로 보인다. 현재 내부 베타서비스 중이며 4분기 중 출시될 예정이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 46,000원으로 하향

1) 콘텐츠 성장성 둔화를 반영한 25F 실적 조정과, 2) 타겟 멀티플 하향(25F 타겟 P/E 45배→42배)으로 목표주가를 기존 50,000원에서 46,000원으로 하향한다. 타겟 P/E 42배는 주요 사업부 성장성 둔화 및 대외 불확실성 지속으로 역사적 저점을 기록하고 있는 2Q24 이후 12MF P/E 평균이다. 25F P/E 33배에서 거래 중이다.

체질 개선 작업을 통해 점진적인 수익성 개선이 나타나고 있는 부분은 긍정적이거나 리레이팅의 최우선 선결 조건은 탑라인 성장성 회복이다. 핵심 사업부인 광고 부문의 확실한 성장세 반등 전까지는 주가 부진도 길어질 것으로 보인다. 신규 AI 사업도 25년 내 유의미한 매출 기여는 어려울 것이라는 판단이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	6,799	7,557	7,913	8,440	9,377
영업이익 (십억원)	569	461	550	687	844
영업이익률 (%)	8.4	6.1	7.0	8.1	9.0
순이익 (십억원)	1,358	-1,013	408	486	591
EPS (원)	3,049	-2,276	919	1,096	1,332
ROE (%)	13.6	-10.3	4.1	4.7	5.4
P/E (배)	17.4	-	39.8	33.4	27.4
P/B (배)	2.4	2.5	1.6	1.5	1.5
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	2,005	1,921	1,998	6,799	7,557	7,913	8,440
(% YoY)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	22.5%	4.2%	-4.5%	0.0%	10.8%	11.1%	4.7%	6.7%
플랫폼부문	848	869	880	957	955	955	943	1,021	3,463	3,554	3,875	4,134
1) 톡비즈	485	480	479	538	522	514	507	563	1,902	1,982	2,107	2,218
2) 포털비즈	84	89	83	88	85	88	76	85	424	344	334	320
3) 플랫폼 기타	280	300	317	331	348	354	360	373	1,137	1,228	1,435	1,595
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,050	978	977	3,336	4,003	4,038	4,306
1) 뮤직	232	481	513	498	468	511	471	511	894	1,724	1,961	2,170
2) 스토리	229	231	249	213	227	216	219	207	921	922	868	842
3) 게임	247	269	262	232	243	233	234	171	1,110	1,010	881	905
4) 미디어	68	73	107	99	95	90	55	88	412	347	328	389
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,871	1,791	1,833	6,230	7,096	7,363	7,753
인건비	448	472	468	472	479	481	459	465	1,701	1,860	1,884	1,908
매출연동비	642	780	849	714	820	797	748	760	2,654	2,986	3,124	3,292
외주/인프라비	174	205	199	257	202	196	194	204	684	835	796	883
마케팅비	97	100	105	104	89	108	105	109	417	406	412	445
상각비	150	192	198	210	198	207	211	219	580	751	835	925
기타	50	60	69	80	80	82	74	77	192	258	313	298
영업이익	63	113	124	161	120	134	131	165	569	461	550	687
(% YoY)	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	92.2%	18.5%	5.0%	2.6%	-4.3%	-19.1%	19.3%	25.0%
영업이익률	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	6.7%	6.8%	8.3%	8.4%	6.1%	6.9%	8.1%
지배주주순이익	22	56	21	-1,112	74	101	106	127	1,358	-1,013	408	486
NPM	1.4%	2.9%	1.0%	-55.6%	3.7%	5.1%	5.5%	6.4%	20.0%	-13.4%	5.2%	5.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	8,261	9,034	7,913	8,440	-4%	-7%	8,129	8,798	-3%	-4%	콘텐츠 매출 하향 인건비 하향
영업이익	568	704	550	687	-3%	-2%	532	654	3%	5%	
지배주주순이익	406	493	408	486	1%	-1%	327	471	25%	3%	
영업이익률	6.9%	7.8%	6.9%	8.1%	-	-	6.5%	7.4%	-	-	
순이익률	4.9%	5.5%	5.2%	5.8%	-	-	4.0%	5.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	1,921	2,090	-8%	2,031	-5%
영업이익	131	135	-3%	126	4%
지배주주순이익	106	99	7%	87	22%

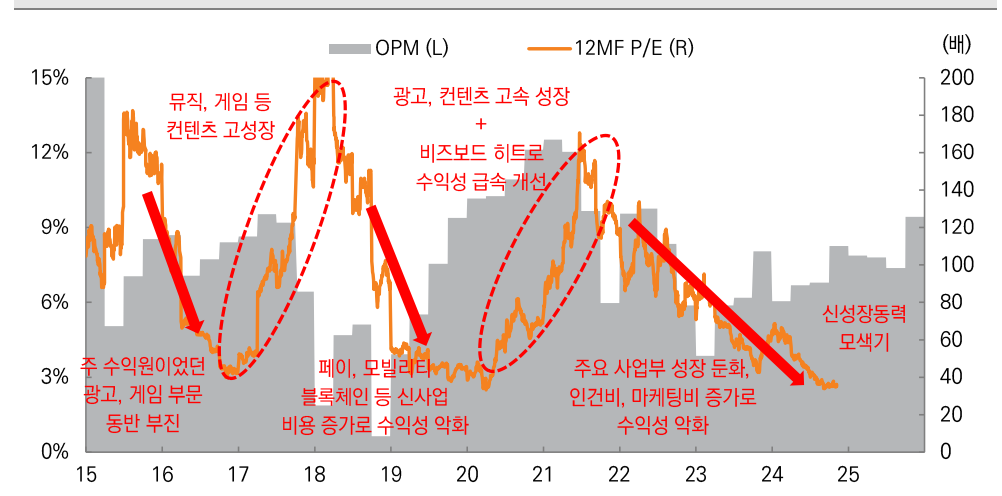
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	486	
Target P/E (배)	42	2Q24 이후 12MF 평균 P/E 타라인 성장세 둔화 속 대외 불확실성 지속 구간
목표 시가총액 (십억원)	20,413	
주식 수 (천주)	443,531	
목표주가 (원)	46,000	
현재주가 (원)	36,550	
상승여력	25.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12MF P/E, OPM 추이



주: 영업외부문 일회성 효과를 제거해 자체 조정환 순이익으로 P/E 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,557	7,913	8,440	9,377
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	7,557	7,913	8,440	9,377
판매비와관리비	7,096	7,363	7,753	8,533
조정영업이익	461	550	687	844
영업이익	461	550	687	844
비영업손익	-2,109	56	0	0
금융손익	27	35	52	72
관계기업등 투자손익	4	-8	-81	-102
세전계속사업손익	-1,648	606	687	844
계속사업법인세비용	168	257	206	253
계속사업이익	-1,817	349	481	591
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-1,817	349	481	591
지배주주	-1,013	408	486	591
비지배주주	-804	-59	-5	0
총포괄이익	-1,715	349	481	591
지배주주	-884	180	248	305
비지배주주	-831	169	233	286
EBITDA	1,222	1,250	1,242	1,320
FCF	766	1,257	908	879
EBITDA 마진율 (%)	16.2	15.8	14.7	14.1
영업이익률 (%)	6.1	7.0	8.1	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-13.4	5.2	5.8	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,943	9,135	9,961	10,760
현금 및 현금성자산	5,269	5,931	6,688	7,396
매출채권 및 기타채권	1,094	1,031	1,077	1,145
재고자산	139	93	98	102
기타유동자산	2,441	2,080	2,098	2,117
비유동자산	15,090	15,254	14,983	14,852
관계기업투자등	2,941	2,971	3,000	3,030
유형자산	1,322	1,349	1,149	1,050
무형자산	5,689	5,512	5,403	5,330
자산총계	25,180	25,703	26,259	26,926
유동부채	6,245	7,164	7,254	7,346
매입채무 및 기타채무	1,794	1,848	1,903	1,960
단기금융부채	1,923	2,287	2,291	2,295
기타유동부채	2,528	3,029	3,060	3,091
비유동부채	3,737	3,325	3,336	3,347
장기금융부채	2,577	2,213	2,213	2,213
기타비유동부채	1,160	1,112	1,123	1,134
부채총계	11,321	11,522	11,623	11,727
지배주주지분	9,764	10,145	10,604	11,168
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	8,840	8,840	8,840	8,840
이익잉여금	1,922	2,303	2,762	3,327
비지배주주지분	4,095	4,036	4,031	4,031
자본총계	13,859	14,181	14,635	15,199

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,341	1,780	1,078	1,089
당기순이익	-1,817	349	481	591
비현금수익비용가감	3,001	878	664	612
유형자산감가상각비	489	496	371	309
무형자산상각비	271	205	184	167
기타	2,241	177	109	136
영업활동으로인한자산및부채의변동	248	731	42	22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-108	0	-19	-19
재고자산 감소(증가)	43	46	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	364	7	7	8
법인세납부	-303	-257	-206	-253
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,780	-890	-268	-329
유형자산처분(취득)	-561	-523	-170	-210
무형자산감소(증가)	-135	-28	-75	-95
장단기금융자산의 감소(증가)	-512	267	-23	-24
기타투자활동	-572	-606	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,020	-30	-23	-23
장단기금융부채의 증가(감소)	300	-4	4	4
자본의 증가(감소)	723	0	0	0
배당금의 지급	-55	-27	-27	-27
기타재무활동	52	1	0	0
현금의 증가	553	541	757	708
기초현금	4,836	5,389	5,931	6,688
기말현금	5,389	5,931	6,688	7,396

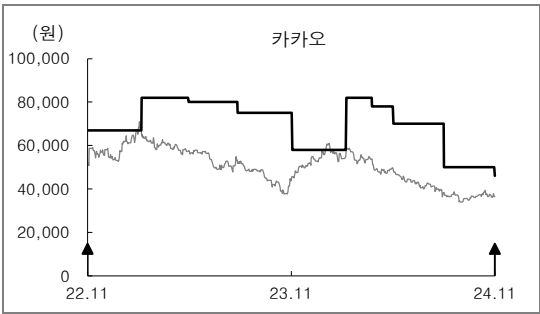
자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	39.8	33.4	27.4
P/CF (x)	20.4	13.2	14.2	13.5
P/B (x)	2.5	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA (x)	21.1	13.7	13.2	11.9
EPS (원)	-2,276	919	1,096	1,332
CFPS (원)	2,662	2,763	2,583	2,713
BPS (원)	21,951	22,875	23,911	25,183
DPS (원)	61	61	61	61
배당성향 (%)	-1.5	7.7	5.6	4.5
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	11.2	4.7	6.7	11.1
EBITDA증가율 (%)	6.1	2.4	-0.7	6.3
조정영업이익증가율 (%)	-19.1	19.3	25.0	22.8
EPS증가율 (%)	적전	흑전	19.3	21.6
매출채권 회전율 (회)	14.2	12.7	13.4	14.4
재고자산 회전율 (회)	50.6	68.4	88.6	93.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-7.5	1.4	1.9	2.2
ROE (%)	-10.3	4.1	4.7	5.4
ROIC (%)	7.5	4.3	8.7	11.1
부채비율 (%)	81.7	81.3	79.4	77.2
유동비율 (%)	143.2	127.5	137.3	146.5
순차입금/자기자본 (%)	-18.0	-21.6	-26.2	-29.9
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	3.3	4.1	5.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오 (035720)				
2024.11.07	매수	46,000	-	-
2024.08.08	매수	50,000	-26.77	-21.20
2024.05.09	매수	70,000	-39.43	-31.71
2024.04.01	매수	78,000	-37.66	-34.36
2024.02.15	매수	82,000	-33.15	-28.41
2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34
2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38
2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17
2023.08.04	매수	75,000	-39.38	-29.60
2023.05.08	매수	80,000	-33.34	-27.50
2023.02.13	매수	82,000	-26.53	-20.73
2022.11.04	매수	67,000	-12.75	5.82



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.