

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

035720 · 인터넷

카카오

수익성 개선세 지속

(유지)

매수

목표주가

58,000원 ▼

상승여력

27.2%

현재주가(23/11/9)

45,600원

KOSPI	2,427.08	시가총액(십억원)	20,269	발행주식수(백만주)	444	외국인 보유비중(%)	25.7
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary

3Q23 Review: 플랫폼은 호조, 콘텐츠는 부진

3분기 매출액 2조 1,610억원(+16% YoY), 영업이익 1,400억원(-7% YoY)으로 컨센서스 대비 매출액은 컨센서스 3% 하회, 영업이익은 10% 상회했다. 특비즈 광고형 매출액은 2,800억원(+8% YoY)을 기록하며 YoY 성장세가 가속화(1Q: 1%, 2Q: 4%)되었다. 픽코마 매출액은 1,290억원(+7% YoY)으로 성장세가 둔화된 모습을 보였다. 게임 부문은 기존작 하향 안정화가 가속화되며 YoY 12% 역성장했다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 23% 하향

실적 전망 조정으로 목표주가를 58,000원으로 23% 하향한다. 콘텐츠 부문 성과는 아쉬우나 특비즈 광고형의 YoY 성장세(2Q: 4% → 3Q: 8%)가 회복되고 있는 점이 긍정적이다. 12월 이후 국내 광고 업황 회복세가 가속화된다면 경쟁사 대비 동사의 실적 개선세가 가파르게 나타날 것이다. 특비즈 광고형 성장세의 가속화와 함께 동사의 모멘텀도 서서히 살아날 것으로 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.4	-20.7	-12.5
상대주가	7.6	-18.0	-12.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,137	7,107	8,133	9,547	10,806
영업이익 (십억원)	595	580	490	717	1,077
영업이익률 (%)	9.7	8.2	6.0	7.5	10.0
순이익 (십억원)	1,392	1,353	289	525	791
EPS (원)	3,132	3,037	650	1,182	1,779
ROE (%)	17.1	13.5	2.9	5.0	7.1
P/E (배)	35.9	17.5	70.2	38.6	25.6
P/B (배)	5.0	2.4	2.0	1.9	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Review: 플랫폼은 호조, 콘텐츠는 부진

3분기 매출액 2조 1,610억원(+16% YoY), 영업이익 1,400억원(-7% YoY)으로 컨센서스 대비 매출액은 컨센서스 3% 하회, 영업이익은 10% 상회했다. 플랫폼 매출액 1조 290억원(+4% YoY), 콘텐츠 매출액 1조 1,310억원(+30% YoY)을 기록했다. 특비즈 거래형 매출액이 2,380억원(+15% YoY)을 기록하며 YoY 성장세가 둔화(1Q: 25%, 2Q: 21%)된 모습을 보였다. 특비즈 광고형 매출액은 2,800억원(+8% YoY)을 기록하며 YoY 성장세가 가속화(1Q: 1%, 2Q: 4%)되었다. 스토리 부문 내 엔터테인먼트 매출액이 1,200억원(+9% YoY)으로 성장 전환했으나 픽코마 매출액은 1,290억원(+7% YoY)으로 성장세가 둔화된 모습을 보였다. 게임 부문은 기존작 하향 안정화가 가속화되며 YoY 12% 역성장했다.

수익성 개선세 지속 전망

3분기 영업이익률은 6.5%로 두 분기 연속 상승하였다. 영업이익 서프라이즈는 적극적인 비용 효율화와 광고 부문의 성장세 회복에 기인한다. 카카오엔터프라이즈 관련 일회성 인건비가 발생했음에도 불구하고 인건비가 4,670억원으로 QoQ 1% 감소했다. 마케팅비도 1,250억원을 기록해 매출액 대비 비중이 5.8%로 감소(2Q: 5.9%)하였다.

광고 부문 성장세가 가속화되면서 24년에도 수익성 개선이 이어질 전망이다. 특비즈 광고형 YoY 성장세가 3Q23: 8%에서 4Q23: 10%, 1Q24: 12% 수준까지 상승할 것이며 23년 영업이익률은 6% 수준에서 24년 7.5%까지 회복할 것으로 예상된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 23% 하향

기존작의 가파른 하향 안정화와 신작 전반이 지연되고 있는 게임 부문 부진을 반영한 실적 전망 조정으로 목표주가를 58,000원으로 23% 하향한다. 콘텐츠 부문 성과는 아쉬우나 특비즈 광고형의 YoY 성장세(2Q: 4% → 3Q: 8%)가 회복되고 있는 점이 긍정적이다. 24F P/E 39배 수준으로 글로벌 인터넷 기업들과 비교 시 밸류에이션 부담이 존재하지만, 동사의 최근 10년 내 밸류에이션에서는 최하단 수준에 불과하다.

경영진 사법 리스크가 이어지고 있어 불확실성이 여전히 큰 구간인 것은 사실이다. 그러나 그와 동시에 4Q23~1Q24 실적 모멘텀이 강하게 나타날 수도 있는 상황이기도 하다. 12월 이후 국내 광고 업황 회복세가 가속화된다면 경쟁사 대비 동사의 실적 개선세가 가파르게 나타날 것이다. 특비즈 광고형 성장세의 가속화와 함께 동사의 모멘텀도 서서히 살아날 것으로 판단한다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,740	2,042	2,161	2,189	2,189	2,326	2,478	2,554	6,137	7,107	8,133	9,547
(% YoY)	5.4%	12.1%	16.3%	23.4%	25.8%	13.9%	14.7%	16.7%	47.6%	15.8%	14.4%	17.4%
플랫폼부문	965	989	1,029	1,083	1,087	1,114	1,161	1,218	3,241	3,770	4,066	4,581
1) 톡비즈	516	503	518	582	581	565	580	650	1,644	1,902	2,118	2,376
2) 포털비즈	84	89	83	81	75	85	82	80	493	424	338	321
3) 플랫폼 기타	366	396	429	420	431	465	500	488	1,104	1,445	1,610	1,883
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,106	1,103	1,212	1,317	1,335	2,896	3,336	4,067	4,966
1) 뮤직	232	481	513	520	516	541	575	585	773	894	1,746	2,217
2) 스토리	229	231	249	236	244	247	265	252	792	921	945	1,008
3) 게임	247	269	262	219	238	322	360	365	999	1,110	997	1,285
4) 미디어	68	73	107	131	105	103	116	134	333	412	379	457
영업비용	1,669	1,929	2,021	2,024	2,039	2,170	2,292	2,329	5,542	6,527	7,643	8,830
인건비	446	472	467	474	481	488	496	503	1,417	1,690	1,859	1,968
매출연동비	667	810	872	857	857	939	1,011	1,018	2,477	2,654	3,206	3,825
외주/인프라비	242	282	289	296	296	314	335	345	741	924	1,109	1,289
마케팅비	115	120	125	127	133	140	141	143	435	485	487	558
상각비	150	185	198	201	202	216	231	239	367	580	735	888
기타	50	60	69	69	69	74	79	81	105	192	247	303
영업이익	71	113	140	165	151	156	186	225	595	580	490	717
(% YoY)	-55.2%	-33.7%	-6.7%	64.8%	112.1%	37.1%	32.4%	35.9%	30.5%	-2.5%	-15.5%	46.3%
영업이익률	4.1%	5.6%	6.5%	7.5%	6.9%	6.7%	7.5%	8.8%	9.7%	8.2%	6.0%	7.5%
지배주주순이익	78	57	33	121	110	114	136	165	1,392	1,353	289	525
NPM	4.5%	2.8%	1.5%	5.5%	5.0%	4.9%	5.5%	6.5%	22.7%	19.0%	3.6%	5.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	8,352	9,787	8,133	9,547	-3%	-2%	8,343	9,605	-3%	-1%	신작 전반적 지연에 따른 게임 부문 매출 하향
영업이익	517	830	490	717	-5%	-14%	466	630	5%	14%	
지배주주순이익	369	592	289	525	-22%	-11%	343	524	-16%	0%	
영업이익률	6.2%	8.5%	6.0%	7.5%	-	-	5.6%	6.6%	-	-	
순이익률	4.4%	6.0%	3.6%	5.5%	-	-	4.1%	5.5%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q23 실적 비교

(십억원)	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,161	2,228	-3%	2,230	-3%
영업이익	140	140	0%	127	10%
지배주주순이익	33	100	-67%	111	-70%

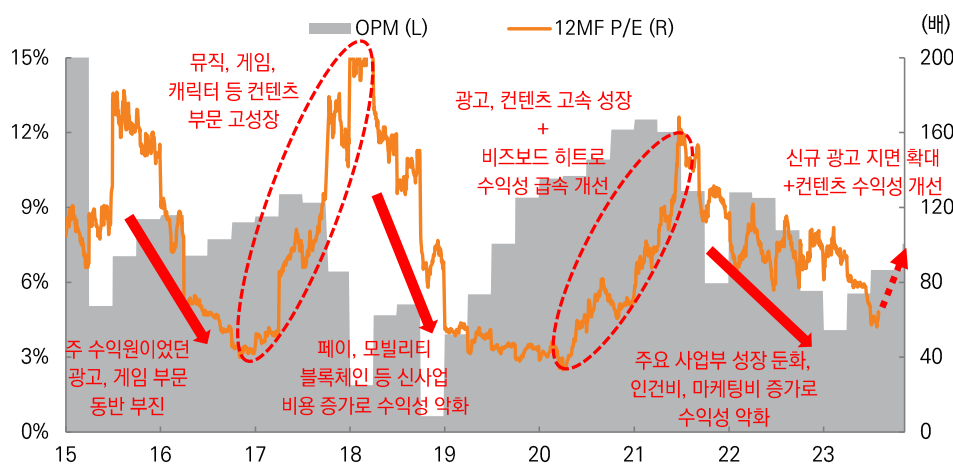
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
3Q23~2Q24 지배주주순이익 (십억원)	379	
Target P/E (배)	68	2019년 평균 P/E. 신규 광고 지면 확대 통한 마진 회복 시기
목표 시가총액 (십억원)	25,763	
주식 수 (천주)	444,485	
목표주가 (원)	58,000	
현재주가 (원)	45,600	
상승여력	27.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12MF P/E, OPM 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,107	8,133	9,547	10,806
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	7,107	8,133	9,547	10,806
판매비와관리비	6,527	7,643	8,830	9,729
조정영업이익	580	490	717	1,077
영업이익	580	490	717	1,077
비영업손익	724	-12	-4	-4
금융손익	13	-14	-23	-7
관계기업등 투자손익	-58	4	0	0
세전계속사업손익	1,304	478	713	1,073
계속사업법인세비용	242	189	192	290
계속사업이익	1,063	289	520	783
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,063	289	520	783
지배주주	1,353	289	525	791
비지배주주	-290	0	-5	-8
총포괄이익	-668	289	520	783
지배주주	-269	116	209	315
비지배주주	-400	173	311	468
EBITDA	1,162	1,218	1,256	1,510
FCF	225	812	1,054	1,275
EBITDA 마진율 (%)	16.4	15.0	13.2	14.0
영업이익률 (%)	8.2	6.0	7.5	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.0	3.6	5.5	7.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,756	7,192	7,858	8,962
현금 및 현금성자산	4,780	4,102	4,599	5,547
매출채권 및 기타채권	751	827	971	1,099
재고자산	160	168	177	186
기타유동자산	2,065	2,095	2,111	2,130
비유동자산	14,451	16,396	16,224	16,219
관계기업투자등	2,652	3,156	3,187	3,219
유형자산	885	1,080	818	673
무형자산	6,022	7,240	7,283	7,374
자산총계	22,963	24,687	25,182	26,281
유동부채	4,706	6,378	6,315	6,591
매입채무 및 기타채무	1,369	1,506	1,657	1,872
단기금융부채	1,351	2,353	2,113	2,146
기타유동부채	1,986	2,519	2,545	2,573
비유동부채	3,844	3,633	3,696	3,763
장기금융부채	2,825	2,555	2,555	2,555
기타비유동부채	1,019	1,078	1,141	1,208
부채총계	9,432	10,892	10,893	11,236
지배주주지분	9,997	10,260	10,759	11,524
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	8,116	8,116	8,116	8,116
이익잉여금	3,046	3,309	3,808	4,573
비지배주주지분	3,535	3,535	3,530	3,522
자본총계	13,532	13,795	14,289	15,046

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	678	1,532	1,144	1,385
당기순이익	1,063	289	520	783
비현금수익비용가감	91	875	699	674
유형자산감가상각비	378	526	351	255
무형자산상각비	204	202	188	178
기타	-491	147	160	241
영업활동으로인한자산및부채의변동	-460	515	85	169
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-69	-64	-88	-78
재고자산 감소(증가)	-73	-8	-8	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	64	9	10	11
법인세납부	-318	-189	-192	-290
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,574	-2,698	-350	-411
유형자산처분(취득)	-439	-720	-90	-110
무형자산감소(증가)	-91	-1,420	-230	-270
장단기금융자산의 감소(증가)	255	-215	-30	-31
기타투자활동	-1,299	-343	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	412	706	-266	7
장단기금융부채의 증가(감소)	865	732	-240	33
자본의 증가(감소)	335	0	0	0
배당금의 지급	-23	-26	-26	-26
기타재무활동	-765	0	0	0
현금의 증가	-490	-734	496	949
기초현금	5,326	4,836	4,102	4,599
기말현금	4,836	4,102	4,599	5,547

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

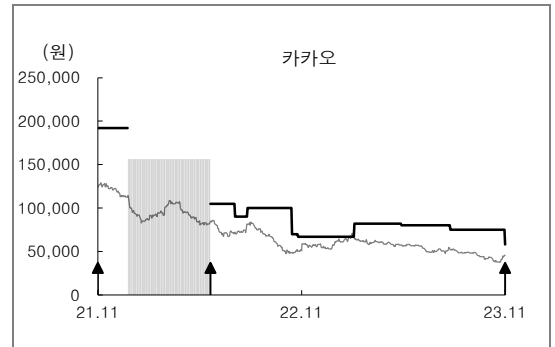
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	17.5	70.2	38.6	25.6
P/CF (x)	20.5	17.4	16.6	13.9
P/B (x)	2.4	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	21.8	18.8	17.6	14.0
EPS (원)	3,037	650	1,182	1,779
CFPS (원)	2,590	2,617	2,743	3,278
BPS (원)	22,447	23,085	24,208	25,929
DPS (원)	60	60	60	60
배당성향 (%)	2.5	9.1	5.0	3.4
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	15.8	14.4	17.4	13.2
EBITDA증가율 (%)	20.0	4.8	3.2	20.2
조정영업이익증가율 (%)	-2.5	-15.5	46.3	50.3
EPS증가율 (%)	-3.0	-78.6	81.9	50.5
매출채권 회전율 (회)	16.9	17.2	17.4	17.1
재고자산 회전율 (회)	56.4	49.5	55.3	59.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	1.2	2.1	3.0
ROE (%)	13.5	2.9	5.0	7.1
ROIC (%)	7.2	4.5	7.2	10.9
부채비율 (%)	69.7	79.0	76.2	74.7
유동비율 (%)	164.8	112.8	124.4	136.0
순차입금/자기자본 (%)	-13.6	-6.5	-11.6	-17.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.3	3.9	5.5	8.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오 (035720)				
2023.11.10	매수	58,000	-	-
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
2022.10.24	매수	70,000	-28.96	-25.29
2022.08.05	매수	100,000	-34.44	-16.30
2022.07.14	매수	90,000	-18.30	-9.22
2022.05.31	매수	105,000	-29.89	-18.38
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.08.06	매수	192,000	-33.37	-18.49

* 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 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.