

카카오 035720

불확실성이 남아 있는 구간

매출액 2.0조원(+22.5% YoY), 영업이익 1,202억원(+92.2% YoY) 기록

1Q24 매출액은 2.0조원(+22.5% YoY), 영업이익은 1,202억원(+92.2% YoY)으로 시장 기대치를 각각 -0.6%, -5.4% 하회하는 실적을 기록했다. 특히 광고 매출은 +10% YoY 증가한 2,790억원을 기록했다. 1) 친구 탭 CPT 기여도 확대와 톡 개편 효과로 비즈보드 매출이 +11% YoY 성장함과 동시에, 2) 금융/커머스 중심의 활성 광고주 확대에 메시징 비즈니스가 +14% YoY 증가함에 기인한다. 커머스 매출은 C-커머스 영향에 따른 국내 이커머스의 가격 인하 정책으로 선물하기 외 커머스 매출 하락 영향이 존재했으나 가격민감도가 낮은 선물하기 매출이 +6% YoY 증가하며 +5% YoY 증가했다.

AI 전략의 방향성은 기존과 동일

연결 기준 OPM은 6.0%(-2.0%p QoQ, +2.1%p YoY)를 기록했다. 마케팅비는 -14.1% QoQ로 매출액 대비 4.5% 수준으로 보수적 비용 통제 기조를 이어갔다. 반면 매출연동비는 전분기 SM 지급 수수료계정 변경에 따른 기저 효과로 +14.8% QoQ 증가했다. 한편 지난 5월 이사회에서 카카오브레인의 AI 사업에 대한 영업 양수 승인을 완료했다. 기존의 AI 전략과 큰 틀에서 변화는 없었다. 향후 전략은 자체 LLM 및 S-LLM 개발 외에도 오픈소스 모델을 활용한 챗봇 등 서비스 고도화에 주력할 것으로 예상된다.

회계기준 변경에 따른 이익 추정치 하향

투자자의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 69,000원으로 하향한다. 목표주가 하향 근거는 1) 자회사 지분 가치 하락과, 2) AI 투자 확대에 따른 비용 증가, 회계 기준 변경에 따른 이익 추정치 하향을 반영했다. C-커머스로 인한 광고주들의 예산 축소에 따른 업황 회복 지연 역시 남아 있는 리스크이다. 한편 1) 선물하기 매출 인식을 결제 시점에서 교환권 사용 시점으로 변경하고, 2) 카카오 메이커스 및 모빌리티 매출 인식 방법을 총매출에서 순매출로 변경했다. 특히 선물하기 회계기준 변경이 매출 인식은 사용 시점으로 지연되는 반면 연동비는 결제 시점에 발생하기 때문에 이익단에 영향을 줄 것으로 추정된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	4,071	5,911	6,799	7,557	8,536
영업이익	451	588	569	461	625
영업이익률(%)	11.1	9.9	8.4	6.1	7.3
세전이익	409	2,287	1,269	-1,648	556
지배주주지분순이익	152	1,387	1,358	-1,013	337
EPS(원)	343	3,111	3,049	-2,276	767
증감률(%)	흑전	808.1	-2.0	적전	흑전
ROE(%)	2.6	17.1	13.6	-10.3	3.4
PER(배)	227.4	36.2	17.4	-23.9	63.3
PBR(배)	1.1	5.0	2.4	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	44.4	49.1	19.0	17.7	12.5

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

나민욱 인터넷·금융·핀테크
02-709-2653
minwook.na@ds-sec.co.kr

2024.05.10

매수(유지)

목표주가(하향)	69,000원
현재주가(05/09)	48,600원
상승여력	42.0%

Stock Data

KOSPI	2,712.1pt
시가총액(보통주)	21,639십억원
발행주식수	445,244천주
액면가	100원
자본금	45십억원
60일 평균거래량	1,427천주
60일 평균거래대금	75,972백만원
외국인 지분율	28.0%
52주 최고가	61,900원
52주 최저가	37,300원
주요주주	
김범수(외 93인)	24.1%
MAXIMOPT(외 1인)	6.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.3	-1.6
3M	-10.0	-13.5
6M	6.6	-5.2

주가차트

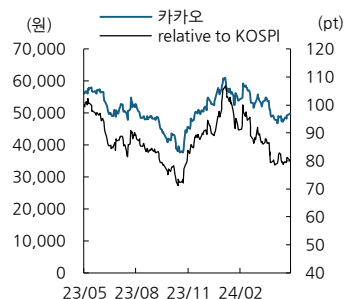


표1 1Q24P 실적 요약

(십억원)	1Q24P	1Q23	% YoY	Consensus	% Gap	DS 추정치	% Gap
매출액	1,988	1,624	22.5	2,000	(0.6)	2,176	(8.6)
영업이익	120	63	92.2	127	(5.4)	158	(23.9)
지배(순이익)	74	22	232.1	96	(23.3)	104	(28.8)

자료: 카카오, FnGuide, DS투자증권 리서치센터

표2 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
매출액	8,115	9,289	7,557	8,536	(6.9)	(8.1)
영업이익	514	686	461	625	(10.4)	(8.9)

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 카카오의 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
실적												
매출	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	2,130	2,185	2,232	6,137	7,107	7,557	8,536
플랫폼	848	869	880	957	955	980	988	1,041	3,241	3,770	3,554	3,964
특비즈	485	480	479	538	522	535	532	573	1,644	1,902	1,982	2,163
포털비즈	84	89	83	88	85	87	87	88	493	424	344	346
플랫폼기타	280	300	317	331	348	358	369	380	1,104	1,445	1,228	1,456
콘텐츠	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,150	1,197	1,191	2,896	3,336	4,003	4,571
게임	247	269	262	232	243	277	293	304	999	1,110	1,010	1,117
뮤직	232	481	513	498	468	529	544	513	773	894	1,724	2,054
스토리	229	231	249	213	227	236	244	252	792	921	922	958
미디어	68	73	107	99	95	109	116	122	333	412	347	442
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,956	2,023	2,064	5,542	6,527	7,096	7,911
인건비	448	472	468	472	479	485	491	499	1,417	1,690	1,860	1,954
매출연동비	642	780	849	714	820	883	914	927	2,477	2,654	2,986	3,544
외주/인프라	174	205	199	257	202	217	227	235	741	924	835	881
마케팅	97	100	105	104	89	97	100	103	435	485	406	389
상각비	150	192	198	210	198	203	213	224	367	580	751	838
기타	50	60	69	80	80	72	76	76	105	192	258	304
영업이익	63	113	124	161	120	174	162	168	595	580	461	625
순이익	22	56	21	-1,112	74	119	102	41	1,392	1,353	-1,013	337
사업부별 YoY												
플랫폼	-4%	-7%	-11%	-1%	13%	13%	12%	9%	44%	16%	-6%	12%
특비즈	5%	6%	3%	3%	8%	11%	11%	7%	43%	16%	4%	9%
포털비즈	-27%	-13%	-24%	-10%	1%	-3%	4%	0%	3%	-14%	-19%	1%
플랫폼기타	-10%	-20%	-23%	-5%	24%	20%	16%	15%	78%	31%	-15%	19%
콘텐츠	1%	18%	30%	29%	33%	9%	6%	14%	52%	15%	20%	14%
게임	1%	-20%	-12%	0%	-2%	3%	12%	31%	102%	11%	-9%	11%
뮤직	13%	130%	105%	116%	102%	10%	6%	3%	10%	16%	93%	19%
스토리	-5%	1%	8%	-4%	-1%	2%	-2%	18%	50%	16%	0%	4%
미디어	-10%	-38%	14%	-21%	41%	48%	9%	23%	85%	24%	-16%	27%
Margin												
영업이익률	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	8.2%	7.4%	7.5%	9.7%	8.2%	6.1%	7.3%
순이익률	1.4%	2.9%	1.0%	-55.6%	3.7%	5.6%	4.7%	1.9%	22.7%	19.0%	-13.4%	3.9%
YoY												
매출	-2%	6%	8%	13%	22%	11%	9%	12%	48%	16%	6%	13.0%
영업이익	-61%	-34%	-17%	60%	92%	54%	30%	5%	31%	-2%	-21%	35.7%
순이익	-98%	-17%	-80%	흑전	흑전	112%	391%	-104%	795%	-3%	-175%	-133.3%

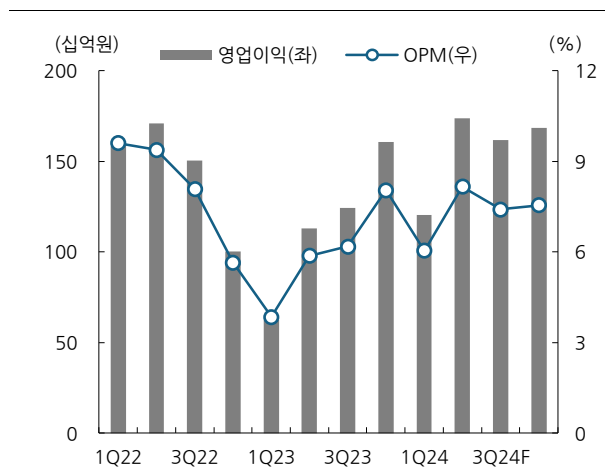
자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 카카오의 목표주가 산정방식

(십억원)	부문	가정
A 본사 가치	11,421	
특 비즈 - 광고	4,712	24F 매출액 * 순이익률 25% * Target P/E
24F 매출액	1,197	
Target P/E	16	Global Peer 12M Fwd PER * 할인율 30%
특 비즈 - 커머스	5,950	24F 매출액 * 순이익률 25% * Target P/E
24F 매출액	966	
Target P/E	25	Global Peer 12M Fwd PER * 할인율 30%
포털 비즈	759	24F 매출액 * 순이익률 20% * Target P/E
24F 매출액	346	
Target P/E	11	Global Peer 12M Fwd PER * 할인율 50%
B 자회사 가치	16,809	
플랫폼 기타	6,026	
카카오페이	1,349	시총 * 지분율 * 할인율 40%
카카오모빌리티	3,129	23년 3월 유증 당시 기업가치 * 지분율 * 할인율 30%
카카오엔터프라이즈	1,549	기업가치 * 지분율 * 할인율 30%
콘텐츠	10,783	
카카오게임즈	456	시총 * 지분율 * 할인율 40%
카카오엔터테인먼트	5,347	23년 1월 유증 당시 기업가치 * 지분율 * 할인율 30%
에스엠엔터테인먼트	483	시총 * 지분율 * 할인율 40%
픽코마	4,497	21년 F투자 때 기업가치 * 지분율 * 할인율 30%
C 지분 가치	1,993	
카카오뱅크	1,993	시총 * 지분율 * 할인율 40%
적정 기업가치	30,223	
현재 시가총액	21,639	
주식 수	439	백만주
목표주가	69,000	원
현재주가	48,600	원
업사이드	42.0	%

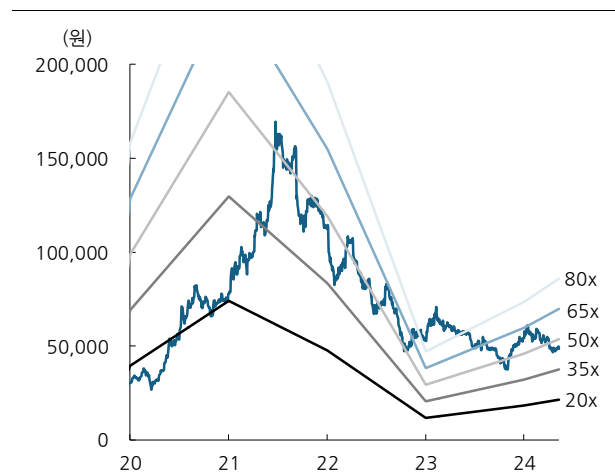
자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 영업이익 및 OPM 추이 및 전망



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 카카오의 12M Forward PER 밴드 차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

[카카오 035720]

재무상태표						손익계산서					
	2020	2021	2022	2023	2024F		2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	4,463	8,102	7,756	8,943	9,286	매출액	4,071	5,911	6,799	7,557	8,536
현금 및 현금성자산	2,878	5,232	4,780	5,269	4,965	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	467	663	772	1,134	1,610	매출총이익	4,071	5,911	6,799	7,557	8,535
재고자산	46	92	160	139	211	판매비 및 관리비	3,621	5,323	6,229	7,096	7,911
기타	1,073	2,116	2,043	2,402	2,500	영업이익	451	588	569	461	625
비유동자산	6,988	13,717	14,451	15,090	15,220	(EBITDA)	717	961	1,151	1,222	1,550
관계기업투자등	2,510	4,737	4,604	5,085	5,291	금융손익	25	36	43	53	-19
유형자산	431	555	885	1,322	1,318	이자비용	19	39	110	163	323
무형자산	3,352	6,348	6,022	5,689	5,586	관계기업등 투자손익	293	2,172	1,603	-135	47
자산총계	11,954	22,785	22,964	25,180	25,699	기타영업외손익	-360	-510	-947	-2,027	-97
유동부채	2,647	5,273	4,768	6,245	6,362	세전계속사업이익	409	2,287	1,269	-1,648	556
매입채무 및 기타채무	994	1,556	1,642	3,623	3,712	계속사업법인세비용	240	646	202	168	247
단기금융부채	284	1,983	1,376	1,925	1,925	계속사업이익	169	1,640	1,067	-1,817	309
기타유동부채	1,370	1,734	1,750	697	725	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,162	2,885	3,798	3,737	3,775	당기순이익	169	1,640	1,067	-1,817	309
장기금융부채	704	1,871	2,825	2,577	2,577	지배주주	152	1,387	1,358	-1,013	337
기타비유동부채	458	1,014	973	1,160	1,198	총포괄이익	272	1,926	-554	-1,617	309
부채총계	4,542	9,216	9,448	11,321	11,531	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	6,284	9,965	9,984	9,764	10,073	영업이익률 (%)	11.1	9.9	8.4	6.1	7.3
자본금	44	45	45	45	45	EBITDA마진률 (%)	17.6	16.3	16.9	16.2	18.2
자본잉여금	5,833	7,782	8,116	8,840	8,840	당기순이익률 (%)	4.2	27.8	15.7	-24.0	3.6
이익잉여금	301	1,689	3,031	1,922	2,232	ROA (%)	1.5	8.0	5.9	-4.2	1.3
비지배주주지분(연결)	1,128	3,604	3,532	4,095	4,095	ROE (%)	2.6	17.1	13.6	-10.3	3.4
자본총계	7,412	13,568	13,516	13,859	14,168	ROIC (%)	6.6	10.1	7.4	4.9	5.3

현금흐름표						주요투자지표					
	2020	2021	2022	2023	2024F		2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동 현금흐름	971	1,307	678	1,341	889	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	169	1,640	1,067	-1,817	309	P/E	227.4	36.2	17.4	-23.9	63.3
비현금수익비용가감	433	-590	126	3,001	1,040	P/B	1.1	5.0	2.4	2.5	2.1
유형자산감가상각비	176	238	378	489	654	P/S	8.5	8.5	3.5	3.2	2.5
무형자산상각비	91	135	204	271	272	EV/EBITDA	44.4	49.1	19.0	17.7	12.5
기타현금수익비용	166	-963	-455	2,240	20	P/CF	57.3	47.7	19.8	20.4	16.0
영업활동 자산부채변동	183	-209	-460	248	-459	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	-60	-20	-69	-108	-476	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-4	-11	-73	43	-73	매출액	32.6	45.2	15.0	11.2	12.9
매입채무 증가(감소)	104	458	64	364	89	영업이익	122.8	30.5	-3.1	-19.1	35.5
기타자산 부채변동	145	-636	-382	-51	1	세전이익	흑전	459.2	-44.5	적전	흑전
투자활동 현금	-1,261	-3,341	-1,574	-1,780	-1,166	당기순이익	흑전	870.8	-35.0	적전	흑전
유형자산취득(취득)	-169	-213	-439	-561	-650	EPS	흑전	808.1	-2.0	적전	흑전
무형자산 감소(증가)	-81	-76	-91	-135	-169	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-723	-1,660	-54	218	-230	부채비율	61.3	67.9	69.9	81.7	81.4
기타투자활동	-288	-1,391	-991	-1,302	-118	유동비율	168.6	153.7	162.7	143.2	146.0
재무활동 현금	1,305	4,441	412	1,020	-27	순차입금/자기자본(x)	-34.9	-22.2	-13.5	-18.0	-16.0
차입금의 증가(감소)	424	1,134	265	-75	0	영업이익/금융비용(x)	23.8	14.9	5.2	2.8	1.9
자본의 증가(감소)	66	52	50	-20	-27	총차입금 (십억원)	988	3,854	4,200	4,503	4,503
배당금의 지급	13	13	23	55	27	순차입금 (십억원)	-2,589	-3,006	-1,821	-2,496	-2,262
기타재무활동	815	3,255	97	1,115	0	주당지표(원)					
현금의 증가	976	2,431	-490	553	-304	EPS	343	3,111	3,049	-2,276	767
기초현금	1,918	2,894	5,326	4,836	5,269	BPS	71,001	22,347	22,414	21,948	22,644
기말현금	2,894	5,326	4,836	5,389	4,965	SPS	9,201	13,255	15,264	16,988	19,187
NOPLAT	186	422	479	334	347	CFPS	1,360	2,356	2,679	2,662	3,031
FCF	-476	-2,499	-841	-348	-277	DPS	30	53	60	61	60

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

카카오 (035720) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-07-08	매수	100,000	-30.7	-16.3	
2022-08-04	매수	100,000	-32.0	-16.3	
2022-10-17	매수	70,000	-18.9	1.3	
2022-11-03	매수	70,000	-16.8	1.3	
2023-01-17	매수	70,000	-7.9	1.3	
2023-02-13	매수	80,000	-34.0	-18.8	
2023-02-20	매수	80,000	-34.4	-19.8	
2023-05-08	매수	80,000	-38.3	-27.5	
2023-11-13	담당자변경				
2023-11-13	매수	54,000	-0.4	13.2	
2024-02-19	매수	74,000	-29.8	-20.7	
2024-05-10	매수	69,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.