



BUY (유지)

목표주가(12M) 60,000원(하향)  
현재주가(7.08) 42,400원

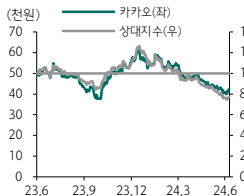
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,857.76
52주 최고/최저(원)	61,100/37,600
시가총액(십억원)	18,800.0
시가총액비중(%)	0.81
발행주식수(천주)	443,395.3
60일 평균 거래량(천주)	1,170.4
60일 평균 거래대금(십억원)	52.9
외국인지분율(%)	27.09
주요주주 지분율(%)	
감범수 외 92 인	24.23
MAXMO PTE	6.31

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	8,455.7	9,281.1
영업이익(십억원)	620.3	779.0
순이익(십억원)	406.2	571.9
EPS(원)	901	1,163
BPS(원)	23,420	24,776

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	6,798.7	7,557.0	8,472.6	9,175.8
영업이익	569.4	460.9	622.9	762.2
세전이익	1,268.9	(1,648.2)	381.7	615.2
순이익	1,358.0	(1,012.6)	278.6	396.4
EPS	3,049	(2,276)	628	894
증감율	(2.31)	적전	흑전	42.36
PER	17.42	(23.86)	66.08	46.42
PBR	2.37	2.47	1.83	1.76
EV/EBITDA	21.55	20.95	13.65	12.91
ROE	13.62	(10.26)	2.81	3.86
BPS	22,416	21,951	22,729	23,563
DPS	60	61	61	61



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 7월 9일 | 기업분석\_Earnings Preview

## 카카오 (035720)

### 반등의 실마리

#### 2Q24 Pre: 견조한 본업, 부진한 자회사

카카오는 2분기 연결 기준 영업수익 2조 476억원(+6.5%YoY, +3.0%QoQ), 영업이익 1,224억원(+8.2%YoY, +1.7%QoQ, OPM 6.0%)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 카카오톡 본업은 견조한 성장을 보였으나 1) 일본 내 웹툰 플랫폼 경쟁 심화로 픽코마 마케팅 비용 증가, 2) 에스엠엔터테인먼트, 카카오게임즈를 포함한 자회사의 부진이 기인했다. 2분기 플랫폼 부문 매출액은 9,725억원(+11.8%YoY, +1.9%QoQ)으로, 특비즈 매출액은 5,205억원(+8.4%YoY, -0.3%QoQ)으로 추정했다. 광고 부문에서 비즈보드(+8%YoY)와 비즈니스 메시지(+15%YoY)는 성과형 광고를 중심으로 지속해서 모바일 광고 시장 성장을 상회하는 실적을 기록할 전망이다. 2분기부터 경영 효율화를 위해 수익성이 낮은 일부 자회사 철수와 서비스 종료에 눈에 띄게 나타나고 있다. 재무적인 영향은 크지 않으나 본업 중심로의 자원 집중은 긍정적이다. 하반기 광고 시장의 회복과 더불어 자회사들의 실적 개선이 예상되어, 2분기 실적을 바닥으로 두렷한 개선세가 확인될 전망이다.

#### 본업 성장에 더해진 AI 서비스 구체화가 필요

카카오는 2024년 영업수익 8조 4,726억원(+12.1%YoY), 영업이익 6,229억원(+35.2%YoY, OPM 7.4%)을 기록할 전망이다. 플랫폼 부문 매출은 3조 9,787억원(+11.9%YoY)으로 추정한다. 특비즈는 연간 매출액 2조 1,615억원(+9.0%YoY)으로 추정한다. 금융/커머스 활성 광고주의 비즈니스 메시지 채택률이 높고 있어 본업의 양호한 성장을 기대한다. 특비즈 내에 새로운 비즈니스 모델이 추가된다면 실적 개선을 앞당길 수 있다. 자회사들은 비용 효율화 시기로 높은 매출 성장을 기대하긴 어렵다. 결국 본업 성장과 AI 서비스의 가능성이 하반기 ~2025년 상반기 주가의 Key가 될 것으로 판단한다. 카카오는 카카오프레임에서 AI부문 영업양수를 마치고 카나나 알파(AI 모델 개발), 카나나 엑스(AI 서비스 제공)를 구성했다. AI 서비스의 구체화된 로드맵 제공이 필요한 시점이다. 글로벌 빅테크와의 기술 격차, AI 서비스의 수익화에 대한 의문은 1) 외부 AI 모델을 활용한 서비스 출시, 2) AI 트래픽 확보 후 비즈니스모델 적용으로 점차 해소될 것이라 전망한다. 플랫폼의 성장은 항상 사용자에게 경험 제공, 트래픽 확보, 락인, 수익화 순으로 이뤄졌다. AI 서비스도 다르지 않다.

#### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 60,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가 60,000원으로 하향한다. 자회사 픽코마의 기업 가치를 재산정함에 따라 본업을 제외한 지분 가치를 23.7조원에서 17.9조원으로 조정한 영향이다. 경쟁사와 차별화된 IP 성과를 보인다면 향상이 가능하다. 과거부터 카카오의 강점은 전국민 대상 대화형 텍스트 기반 메신저로서 가장 높은 트래픽을 발생시키는 앱 카카오톡을 보유하고 있다는 것이다. 스마트폰이라는 폼팩터 내에서 이뤄지는 생성형 AI 시대에도 해당 경쟁력은 유효하다. 향후 AI 서비스의 구체화 정도에 따라 리레이팅이 가능할 것으로 전망한다.

도표 1. 2Q24 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	2Q24F	2Q23	1Q24	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	2,047.6	1,923.3	1,988.4	6.5	3.0	2,068.2	(1.0)
영업이익	122.4	113.1	120.3	8.2	1.7	144.7	(15.4)
당기순이익	90.4	54.9	67.7	64.7	33.5	117.2	(22.9)
영업이익률(%)	6.0	5.9	6.0			7.0	
당기순이익률(%)	4.4	2.9	3.4			5.7	

자료: 하나증권

도표 2. 카카오 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
영업수익	1,623.8	1,923.3	2,011.5	1,998.5	1,988.4	2,047.6	2,160.3	2,276.3	7,557.0	8,472.6
YoY(%)	2.7	10.4	12.9	17.9	22.5	6.5	7.4	13.9	11.1	12.1
플랫폼부문	848.1	869.5	880.0	956.8	954.8	972.5	980.6	1,070.8	3,554.4	3,978.7
YoY(%)	4.0	2.2	(3.2)	7.9	12.6	11.8	11.4	11.9	2.7	11.9
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	522.1	520.5	523.8	595.1	1,982.2	2,161.5
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	84.7	90.4	84.1	88.9	344.3	348.1
플랫폼기타	279.8	299.6	317.3	331.2	348.0	361.6	372.8	386.8	1,227.9	1,469.1
콘텐츠부문	775.6	1,053.8	1,131.5	1,041.7	1,033.6	1,075.0	1,179.7	1,205.6	4,002.6	4,493.9
YoY(%)	1.3	18.2	29.8	29.0	33.3	2.0	4.3	15.7	20.0	12.3
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	468.2	492.1	530.5	606.3	1,723.9	2,097.1
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	227.0	237.9	254.1	217.6	922.1	936.6
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	243.1	241.7	293.5	277.9	1,009.5	1,056.2
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	95.2	103.3	101.6	103.7	347.0	403.9
영업비용	1,561.2	1,810.2	1,887.2	1,837.6	1,868.1	1,925.2	1,987.9	2,068.6	7,096.1	7,849.7
YoY(%)	9.1	15.1	15.6	15.2	19.7	6.4	5.3	12.6	13.9	10.6
인건비	448.0	472.4	467.5	472.3	479.0	486.6	481.5	486.5	1,860.2	1,933.6
매출연동비	642.4	780.4	849.4	714.2	819.9	819.0	864.1	915.1	2,986.4	3,418.2
외주/인프라비	174.0	205.2	198.8	256.8	202.4	225.8	218.7	231.1	834.9	878.0
마케팅비	97.0	100.4	104.5	103.9	89.3	107.4	120.2	121.6	405.8	438.5
상각비	150.3	192.2	198.4	210.1	197.8	211.4	218.2	220.6	750.9	848.0
금융영업비용	4.8	6.8	9.6	8.5	17.3	17.1	17.2	16.2	29.7	67.7
기타	44.8	52.7	59.0	71.7	62.4	58.0	67.9	77.5	228.2	265.7
영업이익	62.6	113.1	124.3	160.9	120.3	122.4	172.5	207.8	460.9	622.9
YoY(%)	(58.6)	(33.5)	(16.4)	61.4	92.2	8.2	38.7	29.1	(19.1)	35.2
영업이익률(%)	3.9	5.9	6.2	8.0	6.0	6.0	8.0	9.1	6.1	7.4
당기순이익	56.8	54.9	37.0	(1,965.3)	67.7	90.4	122.2	(24.5)	(1,816.7)	255.7
YoY(%)	(95.7)	(45.3)	(72.8)	적지	19.2	64.7	229.9	적지	적전	흑전
당기순이익률(%)	3.5	2.9	1.8	(98.3)	3.4	4.4	5.7	(1.1)	(24.0)	3.0

자료: 하나증권

도표 3. 카카오 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, %)

구분		매출액	영업이익	NOPLAT	Value	NAV 비중	비고	
사업 가치(24E)	특 비즈 광고영	1,235.9	296.6	231.4	4,889.2	18.6%	OPM 24% 가정. Peer 기업 24년 PER multiple 21배 적용	
	특 비즈 거래영	925.6	212.9	166.1	3,336.5	12.7%	OPM 23% 가정. Peer 업체 24년 PER multiple 20배 적용	
	포털 비즈	348.1	52.2	41.8	384.9	1.5%	OPM 15% 가정. Peer 업체 24년 PER multiple 50% 할인 10배 적용	
	소계	2,509.6	569.9	439.2	8,610.6	32.8%		
구분		계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고	
지분 가치	상장자회사	카카오게임즈	40.9%	1,679.5	686.9	2.6%	3개월 평균 시가총액 적용	
		카카오뱅크	27.2%	10,157.4	2,759.8	10.5%	3개월 평균 시가총액 적용	
		카카오페이	46.9%	3,754.9	1,760.3	6.7%	3개월 평균 시가총액 적용	
		에스엠	20.8%	1,882.9	390.9	1.5%	3개월 평균 시가총액 적용	
		소계			5,597.9	21.3%		
	상장 자회사 50% 할인			2,798.9	10.7%			
	비상장자회사	카카오엔터테인먼트	66.0%	11,300.0	7,461.4	28.4%	투자유치 시 기업가치 적용(23/1/12)	
		카카오픽코마	72.9%	1,742.3	1,270.2	4.8%	투자유치 시 기업가치 적용(21/5/20)	
		카카오모빌리티	57.3%	5,000.0	2,865.0	10.9%	투자유치 시 기업가치 적용(22/04/25)	
		카카오엔터프라이즈	85.1%	2,600.0	2,182.6	8.3%	투자유치 시 기업가치 적용(22/06/13)	
		카카오인베스트먼트	100.0%	1,195.8	1,195.8	4.6%	장부가액(1Q24 기준)	
		카카오헬스케어	100.0%	120.9	120.9	0.5%	장부가액(1Q24 기준)	
		소계			15,095.9	57.6%		
순차입금					279.1	-1.1%	별도기준(1Q24 기준)	
실질 NAV					29,025.3			
목표 NAV(상장사 50% 할인)					26,226.3			
발행주식수(천주, 주 제외)					443,395			
목표주가						60,000	목표 시가총액 26.6조원	
현재주가						42,400	현재 시가총액 18.8조원	
상승여력						41.5%		

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	6,798.7	7,557.0	8,472.6	9,175.8	9,905.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,798.7	7,557.0	8,472.6	9,175.8	9,905.8
판매비	6,229.4	7,096.1	7,849.7	8,413.6	9,019.5
영업이익	569.4	460.9	622.9	762.2	886.3
금융손익	(144.9)	9.0	(12.1)	13.3	38.4
중속/관계기업손익	(57.6)	4.0	25.9	25.9	25.9
기타영업외손익	902.1	(2,122.1)	(255.0)	(186.2)	(138.1)
세전이익	1,268.9	(1,648.2)	381.7	615.2	812.5
법인세	201.9	168.4	126.0	159.7	203.9
계속사업이익	1,067.0	(1,816.7)	255.7	455.6	608.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,067.0	(1,816.7)	255.7	455.6	608.6
비지배주주지분 손이익	(291.0)	(804.1)	(22.9)	59.2	91.3
지배주주순이익	1,358.0	(1,012.6)	278.6	396.4	517.3
지배주주지분포괄이익	(262.5)	(883.8)	281.8	418.3	558.8
NOPAT	478.8	508.0	417.3	564.4	663.9
EBITDA	1,150.8	1,221.5	1,374.8	1,383.2	1,415.4
성장성(%)					
매출액증가율	15.03	11.15	12.12	8.30	7.96
NOPAT증가율	13.51	6.10	(17.85)	35.25	17.63
EBITDA증가율	19.75	6.14	12.55	0.61	2.33
영업이익증가율	(3.15)	(19.06)	35.15	22.36	16.28
(지배주주)순이익증가율	(2.11)	적전	흑전	42.28	30.50
EPS증가율	(2.31)	적전	흑전	42.36	30.54
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	16.93	16.16	16.23	15.07	14.29
영업이익률	8.38	6.10	7.35	8.31	8.95
계속사업이익률	15.69	(24.04)	3.02	4.97	6.14

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,049	(2,276)	628	894	1,167
BPS	22,416	21,951	22,729	23,563	24,669
CFPS	2,679	2,662	2,285	2,294	2,476
EBITDAPS	2,583	2,746	3,097	3,120	3,192
SPS	15,262	16,990	19,084	20,694	22,341
DPS	60	61	61	61	61
주가지표(배)					
PER	17.42	(23.86)	66.08	46.42	35.56
PBR	2.37	2.47	1.83	1.76	1.68
PCFR	19.82	20.40	18.16	18.09	16.76
EV/EBITDA	21.55	20.95	13.65	12.91	11.93
PSR	3.48	3.20	2.17	2.01	1.86
재무비율(%)					
ROE	13.62	(10.26)	2.81	3.86	4.84
ROA	5.94	(4.21)	1.07	1.45	1.82
ROIC	7.28	7.60	7.18	11.90	16.43
부채비율	69.90	81.69	90.75	90.53	90.78
순부채비율	(17.66)	(19.12)	(26.56)	(32.44)	(38.20)
이자보상배율(배)	5.18	2.83	3.70	4.50	5.21

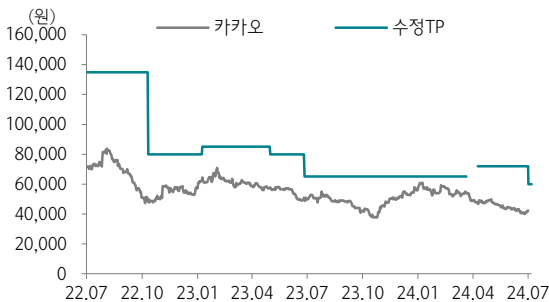
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,755.7	8,943.3	10,393.8	11,479.5	12,721.6
금융자산	6,587.3	7,153.1	8,540.0	9,528.6	10,616.9
현금성자산	4,780.2	5,268.8	6,949.7	7,865.0	8,837.2
매출채권	440.9	622.0	622.0	655.0	707.1
재고자산	160.3	138.6	152.9	161.0	173.8
기타유동자산	567.2	1,029.6	1,078.9	1,134.9	1,223.8
비유동자산	14,451.1	15,090.2	15,337.9	15,037.9	14,942.6
투자자산	4,856.9	5,362.2	5,887.2	6,080.7	6,387.1
금융자산	2,205.0	2,420.9	2,625.0	2,645.8	2,678.6
유형자산	885.4	1,322.1	1,117.6	863.9	691.7
무형자산	6,022.4	5,688.5	5,470.4	5,230.5	5,001.1
기타비유동자산	2,686.4	2,717.4	2,862.7	2,862.8	2,862.7
자산총계	22,963.5	25,180.0	27,014.3	27,800.1	28,946.9
유동부채	4,767.9	6,245.1	7,294.1	7,586.5	8,049.4
금융부채	1,375.9	1,925.3	1,934.3	1,951.1	1,977.6
매입채무	94.4	241.9	266.7	280.8	303.2
기타유동부채	3,297.6	4,077.9	5,093.1	5,354.6	5,768.6
비유동부채	3,797.9	3,737.2	4,061.7	4,126.2	4,228.3
금융부채	2,824.6	2,577.5	2,844.0	2,844.0	2,844.0
기타비유동부채	973.3	1,159.7	1,217.7	1,282.2	1,384.3
부채총계	9,447.8	11,321.4	12,852.4	13,209.3	13,774.3
지배주주지분	9,983.7	9,763.7	10,076.8	10,446.5	10,937.0
자본금	44.6	44.5	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	8,116.4	8,839.9	8,866.0	8,866.0	8,866.0
자본조정	41.0	7.6	12.5	12.5	12.5
기타포괄이익누계액	(1,249.7)	(1,050.4)	(1,015.0)	(1,015.0)	(1,015.0)
이익잉여금	3,031.4	1,922.1	2,168.8	2,538.4	3,028.9
비지배주주지분	3,532.0	4,094.9	4,085.1	4,144.3	4,235.6
자본총계	13,515.7	13,858.6	14,161.9	14,590.8	15,172.6
순금융부채	(2,386.8)	(2,650.3)	(3,761.8)	(4,733.6)	(5,795.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	678.4	1,341.1	3,584.5	1,336.1	1,550.8
당기순이익	1,067.0	(1,816.7)	255.7	455.6	608.6
조정	71.6	2,909.8	879.2	618.7	527.8
감가상각비	581.4	760.7	752.0	621.0	529.1
외환거래손익	(39.6)	(2.4)	(8.0)	2.5	2.5
지분법손익	(1,603.3)	135.3	(182.9)	(237.0)	(237.0)
기타	1,133.1	2,016.2	318.1	232.2	233.2
영업활동 자산부채변동	(460.2)	248.0	2,449.6	261.8	414.4
투자활동 현금흐름	(1,574.1)	(1,779.9)	(273.8)	(201.9)	(357.5)
투자자산감소(증가)	292.7	4,694.0	(288.0)	43.4	(69.4)
자본증가(감소)	(438.6)	(575.1)	(229.7)	(127.5)	(127.5)
기타	(1,428.2)	(5,898.8)	243.9	(117.8)	(160.6)
재무활동 현금흐름	411.8	1,019.6	(1,894.3)	(179.2)	(170.4)
금융부채증가(감소)	889.0	299.8	278.0	16.8	26.5
자본증가(감소)	334.7	723.5	26.2	0.0	0.0
기타재무활동	(788.9)	50.9	(2,171.8)	(169.2)	(170.1)
배당지급	(23.0)	(54.6)	(26.7)	(26.8)	(26.8)
현금의 증감	(489.8)	580.8	1,509.4	915.3	972.2
Unlevered CFO	1,193.5	1,184.2	1,014.3	1,017.4	1,097.6
Free Cash Flow	225.5	765.9	3,350.5	1,208.6	1,423.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

카카오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.9	BUY	60,000		
24.4.16	BUY	72,000	-37.65%	-30.83%
담당자 변경				

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 7월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 7월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.06%	5.48%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 07월 06일