



카카오 (035720)

위로는 광고가 붙고 아래로는 손실이 줄고

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 ayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 75,000원

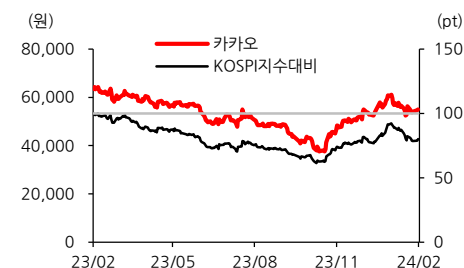
현재 주가(2/15)	59,200 원
상승여력	▲26.7%
시가총액	263,439 억원
발행주식수	444,999 천주
52 주 최고가 / 최저가	65,000 / 37,600 원
90 일 일평균 거래대금	1,004.62 억원
외국인 지분율	26.9%
주주 구성	
김범수 (외 93 인)	24.1%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.1	22.6	16.8	-6.9
상대수익률(KOSPI)	-6.6	17.5	15.1	-14.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	7,107	8,115	9,159	10,223
영업이익	580	514	659	788
EBITDA	1,162	1,261	1,362	1,411
지배주주순이익	1,353	-1,490	466	562
EPS	3,123	-3,445	1,078	1,299
순차입금	-1,846	-1,999	-2,728	-3,434
PER	17.0	-17.6	54.9	45.6
PBR	2.4	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	18.8	19.8	17.3	16.2
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	13.5	-14.3	4.2	4.9

주가 추이



동사의 4Q23 영업이익은 컨센서스를 크게 상회했습니다. 외부 변수와 무관하게 동사 자체의 이익 반등 시그널이 확인되고 있습니다. 광고 업황까지 회복된다면 이익 성장 탄력도는 더욱 강할 것으로 예상합니다.

4Q23 실적은 시장 기대치 상회

동사의 4Q23 실적은 매출액 2.17조 원, 영업이익 1892억 원을 기록하며 영업이익의 컨센서스를 25% 상회했다. 특비즈 내 광고형 매출액은 광고 업황 부진 지속에도 YoY 11% 성장했다. 친구탭 CPT 주목도 개선으로 비즈보드가 12%, 메시지비즈니스가 17% 성장했다. 커머스 매출액도 프리미엄 선물라인 확장으로 YoY 16% 증가했다. 스토리 매출액은 거래액 증가에도 불구하고 엔저 영향으로 YoY 4% 감소했다. 인건비와 마케팅비는 전분기 수준과 유사했고, 외주/인프라비는 모빌리티 수수료 증가와 SM지급수수료 비용 전환으로 QoQ 12.1% 늘어났다.

확보된 DAU에 광고 매출 붙고 손실 축소는 지속되고

4Q23P 별도 영업이익률은 28%(3Q23 19.8%)를 기록했다. 특비즈 매출 성장폭이 예상보다 컸고, 강도높은 비용 효율화 기조도 인건비 감소에서 나타났다. 우리는 동사의 1,2분기 OP 성장률을 각각 108%, 42%로 전망한다. 1) 현재 1탭 비즈보드 판매율은 약 50%, 할인을 약 20%로 파악되는데, 확보된 DAU를 기반으로 CPT 매출의 성장속도는 분기마다 가팔라질 것으로 예상한다. 현재 과금구조가 없는 오픈채팅 인벤토리의 수익화도 매출에 기여될 것이다. 2) 전분기 600억원 수준에서 410억원까지 손실폭을 줄인 연결자회사들의 이익 개선세도 지속될 것으로 예상한다. 구조조정 관련 일회성 비용이 제거되고 고정비는 낮아졌기에 탑라인 성장이 이익성장으로 이어질 것으로 기대된다.

투자의견 BUY와 목표주가 7만 5천 원 유지

동사에 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 올해 영업이익 전망치는 기존 대비 5% 상향했으나 자회사의 지분가치 할인률을 30%로 하향(기존 20%)했다. 과거 동사의 주가는 이익 성장에 가장 민감하게 반응하며 상승 추세를 보여왔다. 업황이나 매크로 등 외부변수를 차치하고 보더라도 동사 자체의 이익 반등 시그널이 확인되고 있다. 여기에 광고 업황까지 회복된다면 탄력도는 더욱 강할 것으로 예상된다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,740	2,040	2,154	2,171	2,138	2,254	2,323	2,444	7,101	8,106	9,159	10,223
YoY (%)	5.1	11.8	16.1	23.0	22.9	10.5	7.9	12.6	15.7	14.2	13.0	11.6
플랫폼부문	965	987	1,023	1,122	1,101	1,125	1,144	1,181	3,765	4,096	4,550	5,006
톡비즈	515	501	511	582	574	589	609	630	1,896	2,109	2,401	2,738
포털비즈	84	89	83	88	93	90	88	89	424	344	360	348
플랫폼기타	366	396	429	452	434	446	447	462	1,445	1,642	1,789	1,920
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,049	1,037	1,129	1,179	1,263	3,336	4,010	4,609	5,218
뮤직	232	481	513	499	440	475	478	541	894	1,725	1,934	2,123
스토리	229	231	249	213	245	260	277	294	921	922	1,076	1,211
게임	247	269	262	231	249	281	302	302	1,110	1,009	1,134	1,320
미디어	68	73	107	107	104	113	123	126	412	355	465	564
YOY 성장률												
플랫폼부문	8%	6%	4%	17%	14%	14%	12%	5%	16%	9%	11%	10%
톡비즈	11%	10%	10%	14%	11%	18%	19%	8%	15%	11%	14%	14%
포털비즈	-27%	-13%	-24%	-10%	11%	1%	6%	1%	-14%	-19%	5%	-4%
플랫폼기타	18%	6%	5%	30%	19%	12%	4%	2%	31%	14%	9%	7%
콘텐츠부문	1%	18%	30%	30%	34%	7%	4%	20%	15%	20%	15%	13%
뮤직	13%	130%	105%	116%	90%	-1%	-7%	8%	16%	93%	12%	10%
스토리	-5%	1%	8%	-4%	7%	13%	11%	38%	16%	0%	17%	13%
게임	1%	-20%	-12%	0%	1%	5%	15%	31%	11%	-9%	12%	16%
미디어	-10%	-38%	14%	-15%	53%	53%	15%	19%	24%	-14%	31%	21%
영업비용	1,669	1,922	2,021	1,982	1,995	2,096	2,155	2,254	6,527	7,595	8,500	9,435
YoY (%)	11.8	16.4	18.3	18.4	19.5	9.0	6.6	13.7	17.8	16.4	11.9	11.0
인건비	448	472	467	477	475	480	511	538	1,690	1,865	2,003	2,213
매출연동비	667	803	872	770	834	879	890	929	2,654	3,112	3,531	3,885
외주/인프라	242	282	289	324	316	334	344	359	924	1,138	1,353	1,544
마케팅비	115	120	125	125	121	125	128	134	485	485	508	561
상각비	150	185	198	205	206	211	213	216	580	739	846	926
기타	45	53	59	71	43	68	70	78	180	228	258	307
영업이익	68.9	110.9	133.0	189.2	143.6	157.6	167.9	189.7	563	502	659	788
YoY (%)	-55.7	-35.3	-8.5	108.7	108.5	42.1	26.3	0.3	-5.8	-10.8	31.3	19.7
영업이익률(%)	4.0	5.4	6.2	8.7	6.7	7.0	7.2	7.8	7.9	6.2	7.2	7.7
당기순이익	63.8	56.0	49.5	-165.7	97.6	114.7	94.0	159.6	1021	314	466	562
YoY (%)	-95	-45	-64	흑전	53	105	90	-110	-38.0	-69.3	48.5	20.5
순이익률(%)	3.7	2.7	2.3	-76.3	4.6	5.1	4.0	6.5	14.4	3.9	5.1	5.5

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원,배)

구분		비고
포털 적정가치	1,036	
24E 매출액	360	
24E 순이익	90	순이익률 25% 가정
Target PER(배)	11.5	글로벌 포털 평균 PER에 30% 할인
특비즈 적정가치	15,365	
24E 매출액	2,401	
24E 순이익	960	순이익률 40% 가정
Target PER(배)	16.0	Tencent와 Meta PER 평균에 20% 할인
게임즈 지분가치	472	시가총액에 40% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	3,133	
기업가치	5,439	최근 투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	58%	
재팬(픽코마) 지분가치	4,088	
기업가치	5,600	투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	73%	
뱅크 지분가치	728	
기업가치	2,274	시가총액에 40% 할인
지분율	32%	
페이 지분가치	1,550	
기업가치	3,236	시가총액에 40% 할인
지분율	48%	
카카오엔터 지분가치	5,205	
기업가치	7,700	최근 유상증자 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	68%	
카카오엔터프라이즈 지분가치	1,361	
기업가치	1,600	최근 투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	85%	
적정 기업가치	32,937	
발행 주식 수(천 주)	437,777	
적정 주가(원)	75,238	
목표 주가(원)	75,000	
현재 주가(원)	59,200	
상승 여력	26.7%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	6,137	7,107	8,115	9,159	10,223
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	595	580	514	659	788
EBITDA	968	1,162	1,261	1,362	1,411
순이자손익	36	69	172	129	134
외화관련손익	0	-26	0	0	0
지분법손익	2,172	1,603	4	0	0
세전계속사업손익	2,294	1,304	-1,999	649	783
당기순이익	1,646	1,063	-1,492	466	562
지배주주순이익	1,392	1,353	-1,490	466	562
증가율(%)					
매출액	47.6	15.8	14.2	12.9	11.6
영업이익	30.5	-2.5	-11.4	28.2	19.7
EBITDA	34.0	20.0	8.5	8.0	3.6
순이익	849.6	-35.5	적전	흑전	20.5
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	9.7	8.2	6.3	7.2	7.7
EBITDA 이익률	15.8	16.3	15.5	14.9	13.8
세전이익률	37.4	18.4	-24.6	7.1	7.7
순이익률	26.8	15.0	-18.4	5.1	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	1,307	678	716	1,324	1,344
당기순이익	1,646	1,063	-1,488	466	562
자산상각비	373	581	747	703	623
운전자본증감	-209	-460	25	115	117
매출채권 감소(증가)	-20	-69	9	-134	-132
재고자산 감소(증가)	-11	-73	28	-20	-20
매입채무 증가(감소)	458	64	115	204	201
투자현금흐름	-3,341	-1,574	-1,076	-639	-684
유형자산처분(취득)	-213	-439	-448	-323	-360
무형자산 감소(증가)	-76	-91	-131	-124	-124
투자자산 감소(증가)	-1,158	-75	25	-66	-68
재무현금흐름	4,441	412	739	-22	-22
차입금의 증가(감소)	1,134	265	85	0	0
자본의 증가(감소)	52	50	654	-22	-22
배당금의 지급	-13	-23	-23	-22	-22
총현금흐름	1,049	1,154	691	1,210	1,227
(-)운전자본증감(감소)	-563	400	-390	-115	-117
(-)설비투자	216	453	460	323	360
(+)자산매각	-73	-76	-119	-124	-124
Free Cash Flow	1,323	224	502	878	860
(-)기타투자	2,666	1,030	887	127	132
잉여현금	-1,343	-806	-385	751	728
NOPLAT	427	473	373	473	566
(+) Dep	373	581	747	703	623
(-)운전자본투자	-563	400	-390	-115	-117
(-)Capex	216	453	460	323	360
OpFCF	1,147	201	1,049	968	945

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	8,102	7,756	8,637	9,547	10,431
현금성자산	6,860	6,022	6,776	7,505	8,211
매출채권	663	772	1,070	1,204	1,337
재고자산	92	160	160	180	200
비유동자산	13,712	14,181	16,792	16,662	16,656
투자자산	6,665	7,273	8,294	8,421	8,553
유형자산	555	885	1,147	924	818
무형자산	6,348	6,022	7,352	7,318	7,285
자산총계	22,780	22,694	26,595	27,422	28,350
유동부채	5,246	4,706	6,073	6,368	6,664
매입채무	1,556	1,642	1,621	1,825	2,025
유동성이자부채	1,983	1,351	2,201	2,201	2,201
비유동부채	2,885	3,844	3,640	3,680	3,723
비유동이자부채	1,871	2,825	2,576	2,576	2,576
부채총계	9,190	9,432	11,048	11,438	11,833
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	7,781	8,116	8,869	8,869	8,869
이익잉여금	1,710	3,046	1,509	1,953	2,493
자본조정	449	-1,210	384	384	384
자기주식	-1	-1	-48	-48	-48
자본총계	13,590	13,532	15,716	16,160	16,700

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,122	3,123	-3,445	1,078	1,299
BPS	22,391	22,444	24,312	25,312	26,527
DPS	53	50	50	50	50
CFPS	2,353	2,590	1,555	2,721	2,760
ROA(%)	8.0	6.0	-6.0	1.7	2.0
ROE(%)	17.1	13.5	-14.3	4.2	4.9
ROIC(%)	10.2	7.4	4.8	5.6	6.9
Multiples(x, %)					
PER	36.0	17.0	-17.6	54.9	45.6
PBR	5.0	2.4	2.5	2.3	2.2
PSR	8.2	3.3	3.3	2.9	2.6
PCR	47.8	20.5	38.9	21.8	21.4
EV/EBITDA	48.7	18.8	19.8	17.3	16.2
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	67.6	69.7	70.3	70.8	70.9
Net debt/Equity	-22.1	-13.6	-12.7	-16.9	-20.6
Net debt/EBITDA	-310.5	-158.9	-158.5	-200.4	-243.4
유동비율	154.4	164.8	142.2	149.9	156.5
이자보상배율(배)	15.1	5.3	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	30.0	34.3	36.2	34.2	32.6
현금+투자자산	70.0	65.7	63.8	65.8	67.4
자본구조(%)					
차입금	22.1	23.6	23.3	22.8	22.2
자기자본	77.9	76.4	76.7	77.2	77.8

[Compliance Notice]

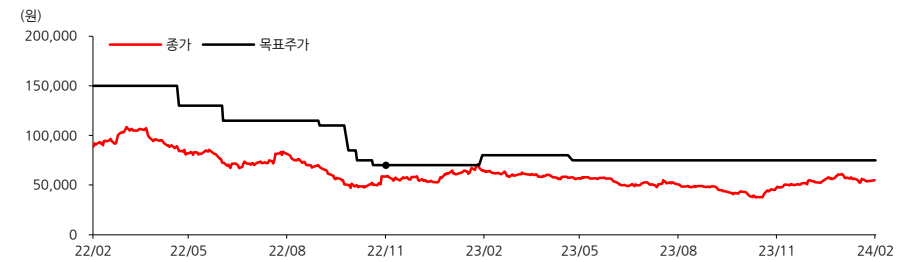
(공표일: 2024년 2월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.03.04	2022.04.07	2022.05.06	2022.05.24	2022.06.16
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		150,000	150,000	130,000	130,000	115,000
일 시	2022.07.20	2022.08.04	2022.09.14	2022.10.11	2022.10.19	2022.11.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	110,000	85,000	75,000	70,000
일 시	2022.11.17	2022.11.25	2023.01.05	2023.02.13	2023.03.14	2023.04.04
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	70,000	70,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.09	2024.02.16	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.01.12	Buy	150,000	-36.60	-27.67
2022.05.06	Buy	130,000	-37.07	-34.08
2022.06.16	Buy	115,000	-36.11	-27.22
2022.09.14	Buy	110,000	-45.22	-38.09
2022.10.11	Buy	85,000	-41.88	-39.53
2022.10.19	Buy	75,000	-34.24	-30.27
2022.11.03	Buy	70,000	-16.83	1.29
2023.02.13	Buy	80,000	-24.61	-18.75
2023.05.08	Buy	75,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.6%	100.0%