

카카오 (035720)

더 좋아진 특비즈

투자의견

BUY(유지)

목표주가

73,000 원(상향)

현재주가

59,200 원(02/15)

시가총액

26,344(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 2조 1,711억원(+22.4%yoy), 영업이익 1,892억원(+88.6%yoy) 기록, 컨센서스(1,517억원) 상회
- 특비즈 광고 매출은 광고시장의 회복세가 더딘 상황에서도 메시지 광고의 높은 광고 효율성을 바탕으로 비즈보드 매출을 넘어서는 성장세를 이어가며 매분기 성장률을 확대하고 있음
- 거래형 매출은 직매입 상품 확대 및 선물하기 내 럭셔리 비중 확대로 전체 거래액 성장률을 상회하는 호실적 기록
- 콘텐츠 부문은 게임, 뮤직, 스토리, 미디어 모든 부문이 전분기 대비 매출 감소
- 상대적으로 수익성이 높은 특비즈 부문의 높은 성장과 인건비, 마케팅비 등의 비용 통제 기조로 연결 OPM은 상승. 영업외에서는 주요 자회사들의 영업권 손상 1.4조원, PPA 손상 2,700억원이 반영돼 당기순손실 1.6조원 기록
- 수익성 높은 특비즈의 성장과 비용 통제 전략이 성공적으로 이어지며 시장 예상치를 뛰어넘는 실적 반등세를 보여 주고 있음. 손실 상당 부분을 차지했던 엔터프라이즈의 조직 개편과 올해 시장 환경의 개선 전망을 감안하면 실적 회복 속도는 탄력을 받을 것으로 전망. 연간 실적 추정치 상향에 따라 목표주가 상향 조정

주가(원, 2/15)	59,200
시가총액(십억원)	26,344

발행주식수	444,999천주
52주 최고가	65,200원
최저가	37,300원
52주 일간 Beta	1.22
3개월 일평균거래대금	1,000억원
외국인 지분율	27.3%
배당수익률(2023F)	0.1%

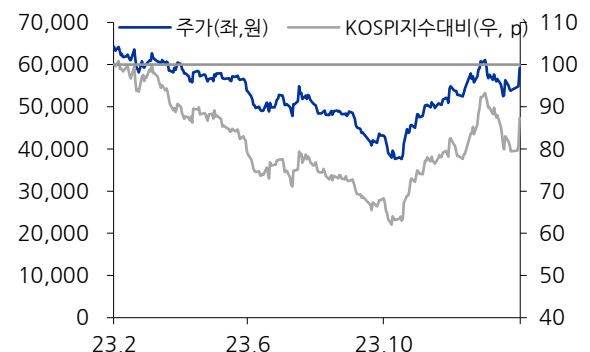
주주구성	
김범수 (외 73인)	24.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.4%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6.6%	15.1%	-14.6%
절대기준	-3.1%	16.8%	-6.9%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	73,000	65,000	▲
영업이익(23)	514	455	▲
영업이익(24)	731	513	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	7,107	8,115	9,021	9,788
영업이익	580	514	731	806
세전손익	1,304	-1,370	791	866
당기순이익	1,063	-1,488	526	571
EPS(원)	3,037	-1,502	1,160	1,260
증감률(%)	-2.7	적전	흑전	8.6
PER(배)	17.5	na	51.0	47.0
ROE(%)	13.5	-6.3	4.5	4.7
PBR(배)	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA(배)	18.8	16.9	14.4	18.1

자료: 유진투자증권



4Q23 Review: 더 좋아진 특비즈

카카오 4 분기 실적은 매출액 2 조 1,711 억원(+22.4%yoy), 영업이익 1,892 억원(+88.6%yoy, OPM +8.7%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(1,304 억원) 및 시장 컨센서스(1,517 억원)를 모두 상회했다.

특비즈 광고(+11.7%yoy)는 광고시장의 더딘 회복세에도 불구하고 지난해 연초 이후 매분기 성장률을 확대하는 저력을 보였다. 이는 상대적으로 광고 효율성이 높은 메시지 광고 매출이 비즈보드 매출을 넘어서는 성장세를 이어갔기 때문이다. 2023년 연말 기준 특 채널 수는 222 만개로 전년 대비 20% 성장했다. 거래형 매출(+16.4%yoy) 직매입 상품 확대 및 선물하기 내 럭셔리 비중 확대로 전체 거래액 성장률(+9%yoy)을 넘어서는 호실적을 기록했다.

반면 콘텐츠 부문에서는 게임, 뮤직, 스토리, 미디어 부문 모두 전분기 대비 매출이 감소했다. 게임에서는 기타사업 부진 및 신작 부재했고, 뮤직에서는 에스엠이 3 분기 대비 공연 등 매니지먼트 매출 감소 및 음반 판매량이 하락했다. 스토리는 수익성 강화 지속 및 전분기 방학 기저로 영향을 받았다.

영업비용에서는 회계기준이 일부 변경됐는데, 기존 매출 연동비에 포함돼 있던 에스엠 지급수수료를 인건비와 외주 용역비로 변환됐다. 4 분기 매출액 대비 연동비 비중은 35.5%로 다소 떨어졌다(3Q 기준 40.5%). 상대적으로 수익성이 높은 특비즈 부문의 높은 성장률과 인건비, 마케팅비 등 비용 통제 기조로 연결 영업이익률은 8.7%까지 높일 수 있었다. 영업외에서는 주요 자회사들의 영업권 손상 1.4조원과 PPA 손상 2,700 억원이 반영돼 당기순손실 1.6조원을 기록했다.

특비즈는 키우고 비용은 통제한다

지난해 하반기부터 실적 반등의 속도가 시장의 예상치를 뛰어넘고 있다. 이는 수익성이 높은 특비즈 부문 활성화와 비용 통제라는 카카오의 사업전략이 통했음을 의미한다. 지난해 뉴이니셔티브 손실에서 상당부분을 차지했던 엔터프라이즈를 클라우드 사업 중심으로 개편을 단행하고 있고, 지난해 비우호적이었던 시장 환경 또한 올해 개선되고 있다는 점을 감안하면 실적 개선 속도는 탄력을 받을 것으로 전망한다. 이에 카카오의 연간 실적 추정치를 상향하고, 목표주가 또한 기존 65,000 원에서 73,000 원으로 상향한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 카카오 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	1740.2	2040.5	2154.1	2171.1	2130.4	2212.1	2264.4	2414.1	8105.8	9021.1
(%yoy)	5.4%	12.0%	15.9%	22.4%	22.4%	8.4%	5.1%	11.2%	14.1%	11.3%
플랫폼	964.6	986.7	1022.6	1121.7	1078.6	1074.1	1097.2	1192.0	4095.6	4442.0
특비즈	515.4	501.0	510.9	581.5	572.1	544.8	556.4	630.8	2108.8	2304.0
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	82.5	85.5	90.5	91.0	344.3	349.5
플랫폼 기타	365.6	396.3	428.5	452.1	424.1	443.8	450.4	470.2	1642.5	1788.5
콘텐츠	775.6	1053.8	1131.5	1049.4	1051.7	1138.0	1167.2	1222.1	4010.2	4579.1
게임	247.3	268.6	262.0	230.6	255.3	285.5	280.4	266.6	1008.5	1087.8
뮤직	232.0	480.7	513.3	498.8	472.0	529.3	525.9	574.5	1724.8	2101.7
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	244.4	241.7	260.5	261.0	922.1	1007.6
미디어	67.7	73.5	107.0	106.6	80.0	81.5	100.5	120.0	354.9	382.0
영업비용	1669.2	1929.0	2020.6	1981.9	2000.5	2035.2	2071.3	2182.5	7600.8	8289.6
(%yoy)	11.8%	16.8%	18.3%	18.4%	19.8%	5.5%	2.5%	10.1%	16.5%	9.1%
인건비	445.8	471.8	467.0	477.1	485.6	487.0	490.0	503.7	1861.7	1966.3
매출연동비	666.8	810.4	872.1	770.2	788.2	818.5	837.8	893.2	3119.5	3337.8
외주/인프라비	242.0	282.3	289.2	324.1	335.6	334.5	338.0	350.6	1137.6	1358.7
마케팅비	114.6	120.0	125.4	125.2	125.5	126.5	130.0	135.0	485.3	517.0
상각비	150.3	185.0	198.4	205.5	190.6	192.2	195.0	210.0	739.1	787.8
기타	49.6	59.6	68.6	79.8	75.0	76.5	80.5	90.0	257.6	322.0
영업이익	71.0	111.5	133.4	189.2	129.8	176.9	193.1	231.6	505.1	731.5
(%yoy)	-55.3%	-34.8%	-11.2%	88.6%	82.9%	58.7%	44.7%	22.4%	-13.0%	44.8%
OPM(%)	4.1%	5.5%	6.2%	8.7%	6.1%	8.0%	8.5%	9.6%	6.2%	6.9%
세전이익	79.9	112.1	121.7	-1683.6	146.8	188.1	201.4	254.9	-1370.0	791.2
당기순이익	86.9	56.3	42.6	-1657.5	97.6	125.1	134.0	169.5	-1471.6	526.2
(%yoy)	-93.4%	-44.4%	-68.9%	적자지속	12.3%	122.3%	214.1%	흑자전환	적자전환	흑자전환
NPM(%)	5.0%	2.8%	2.0%	-76.3%	4.6%	5.7%	5.9%	7.0%	-18.2%	5.8%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	6136.7	7106.8	8105.8	9021.1
영업이익	594.9	580.3	505.1	731.5
세전이익	2293.7	1304.4	-1370.0	791.2
지배순이익	1392.2	1352.9	-649.4	515.6
EPS(원)	3,122	3,037	-1,502	1,160
PER(배)	36.0	17.5	na	51.0
OPM(%)	9.7%	8.2%	6.2%	8.1%
NPM(%)	22.7%	19.0%	-8.0%	5.7%

자료: 유진투자증권

도표 3. 카카오 목표주가 산정

사업부문 가치						
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세후이익 (십억원)	타겟 멀티플 (배)	적정가치 (십억원)	비고
특비즈 광고	1201.3	420.4	336.4	25.0	8,408.8	글로벌 경쟁사 24E PER 적용
커머스	1102.7	275.7		20.0	5,513.7	글로벌 경쟁사 24E EV/EBIT 적용
포털비즈	349.5	87.4	69.9	15.0	1,048.5	글로벌 포털사 24E PER 적용
종속회사 지분 가치						
	적정가치 (십억원)	지분율 (%)	할인율 (%)		지분가치 (십억원)	
카카오페이	6,552.1	47.3%	40.0%		1,859.5	2월 15일 기준 주가
카카오뱅크	14,210.8	27.3%	40.0%		2,327.7	2월 15일 기준 주가
카카오게임즈	2,071.2	43.5%	40.0%		540.6	2월 15일 기준 주가
에스엠	1,906.5	39.9%	40.0%		456.4	2월 15일 기준 주가
카카오모빌리티	7,779.2	57.6%	20.0%		2,688.5	2022. 10. 05 유상증자 반영
카카오엔터프라이즈	2,584.8	84.9%	20.0%		1,316.6	2022. 06. 24 유상증자 반영
카카오엔터테인먼트	11,300.2	66.1%	20.0%		4,480.2	2023. 01. 12 유상증자 반영
픽코마	7,968.9	72.9%	40.0%		3,485.6	2021. 05. 20 투자가치 반영
총 기업가치(십억원)					32,375.4	
발행주식수 (천주)					445,657	
적정주가 (원)					72,646	
목표주가 (원)					73,000	기존 6.5만원 대비 12% 상향

자료: 유진투자증권

카카오(035720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	22,780	22,963	26,693	27,475	28,275
유동자산	8,102	7,756	8,933	10,082	10,799
현금성자산	6,860	6,022	6,893	7,897	8,491
매출채권	663	772	1,070	1,190	1,289
재고자산	92	160	160	178	193
비유동자산	13,712	14,451	16,594	16,180	16,214
투자자산	6,665	7,273	8,345	8,684	9,037
유형자산	555	885	920	291	92
기타	6,492	6,292	7,328	7,205	7,085
부채총계	9,190	9,432	10,527	10,821	11,088
유동부채	5,246	4,706	5,552	5,751	5,919
매입채무	1,556	1,642	1,621	1,802	1,953
유동성이자부채	1,983	1,351	2,201	2,201	2,201
기타	1,707	1,713	1,730	1,747	1,765
비유동부채	2,885	3,844	3,640	3,680	3,723
비유동이자부채	1,871	2,825	2,576	2,576	2,576
기타	1,014	1,019	1,064	1,105	1,147
자본총계	13,590	13,532	16,166	16,655	17,187
지배지분	9,984	9,997	11,256	11,745	12,278
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	7,781	8,116	8,869	8,869	8,869
이익잉여금	1,710	3,046	2,331	2,819	3,352
기타	449	(1,210)	12	12	12
비지배지분	3,606	3,535	4,910	4,910	4,910
자본총계	13,590	13,532	16,166	16,655	17,187
총차입금	3,854	4,176	4,777	4,777	4,777
순차입금	(3,006)	(1,846)	(2,116)	(3,120)	(3,714)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	1,307	678	1,147	1,493	1,097
당기순이익	1,646	1,063	(1,488)	526	571
자산상각비	373	581	920	877	442
기타비현금성손익	(970)	(490)	2,219	36	37
운전자본증감	(209)	(460)	(607)	53	46
매출채권감소(증가)	(20)	(69)	9	(120)	(100)
재고자산감소(증가)	(11)	(73)	28	(18)	(15)
매입채무증가(감소)	458	64	115	181	151
기타	(636)	(382)	(759)	9	9
투자현금	(3,341)	(1,574)	(1,737)	(528)	(544)
단기투자자산감소	(1,158)	(75)	25	(66)	(68)
장기투자증권감소	(502)	21	(115)	(211)	(220)
설비투자	216	453	384	0	0
유형자산처분	4	14	12	0	0
무형자산처분	(76)	(91)	(131)	(124)	(124)
재무현금	4,441	412	1,198	(27)	(27)
차입금증가	1,134	265	85	0	0
자본증가	52	50	13	(27)	(27)
배당금지급	13	23	26	27	27
현금 증감	2,431	(490)	496	938	526
기초현금	2,894	5,326	4,780	5,277	6,214
기말현금	5,326	4,836	5,277	6,214	6,740
Gross Cash flow	1,049	1,154	1,814	1,440	1,052
Gross Investment	2,392	1,960	2,369	409	430
Free Cash Flow	(1,343)	(806)	(555)	1,031	621

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	6,137	7,107	8,115	9,021	9,788
증가율(%)	47.6	15.8	14.2	11.2	8.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,137	7,107	8,115	9,021	9,788
판매 및 일반관리비	5,542	6,527	7,601	8,290	8,982
기타영업손익	50	18	16	9	8
영업이익	595	580	514	731	806
증가율(%)	30.5	(2.5)	(11.4)	42.3	10.2
EBITDA	968	1,162	1,434	1,608	1,248
증가율(%)	34.0	20.0	23.4	12.2	(22.4)
영업외손익	1,699	724	(1,884)	60	60
이자수익	75	179	164	93	93
이자비용	39	110	27	109	109
지분법손익	2,172	1,603	(0)	0	0
기타영업손익	(509)	(948)	(2,021)	76	76
세전순이익	2,294	1,304	(1,370)	791	866
증가율(%)	453.7	(43.1)	적전	흑전	9.4
법인세비용	648	242	118	265	294
당기순이익	1,646	1,063	(1,488)	526	571
증가율(%)	849.6	(35.5)	적전	흑전	8.6
지배주주지분	1,392	1,353	(668)	516	560
증가율(%)	794.6	(2.8)	적전	흑전	8.6
비지배지분	254	(290)	(820)	11	11
EPS(원)	3,122	3,037	(1,502)	1,160	1,260
증가율(%)	787.7	(2.7)	적전	흑전	8.6
수정EPS(원)	3,122	3,037	(1,502)	1,160	1,260
증가율(%)	787.7	(2.7)	적전	흑전	8.6

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,122	3,037	(1,502)	1,160	1,260
BPS	22,391	22,444	25,324	26,423	27,622
DPS	53	60	60	60	60
밸류에이션(배, %)					
PER	36.0	17.5	n/a	51.0	47.0
PBR	5.0	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	48.7	18.8	16.9	14.4	18.1
배당수익율	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	47.8	20.5	14.5	18.3	25.0
수익성(%)					
영업이익율	9.7	8.2	6.3	8.1	8.2
EBITDA이익율	15.8	16.3	17.7	17.8	12.8
순이익율	26.8	15.0	(18.3)	5.8	5.8
ROE	17.1	13.5	(6.3)	4.5	4.7
ROIC	10.2	7.4	4.7	5.6	6.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(22.1)	(13.6)	(13.1)	(18.7)	(21.6)
유동비율	154.4	164.8	160.9	175.3	182.4
이자보상배율	15.1	5.3	19.4	6.7	7.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	10.9	9.9	8.8	8.0	7.9
재고자산회전율	89.2	56.4	50.6	53.4	52.8
매입채무회전율	4.8	4.4	5.0	5.3	5.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

