

카카오 (035720/KS)

점점 맞물려가는 톱니바퀴

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 78,000 원(상향)

현재주가: 53,600 원

상승여력: 45.5%



Analyst
남효지

hjnam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	44,319 만주
시가총액	23,860 십억원
주요주주	
김범수(외92)	24.13%
MAXIMOPT	6.29%

Stock Data

주가(24/03/22)	53,600 원
KOSPI	2,748.56 pt
52주 최고가	62,700 원
52주 최저가	37,600 원
60일 평균 거래대금	99 십억원

주가 및 상대수익률



서비스 특징이 뚜렷한 '선물하기'는 중국 영향 제한적

중국 이커머스 플랫폼들의 국내 서비스 전개에 따른 카카오 거래형 매출 타격은 매우 제한적일 것으로 판단된다. 거래형 매출의 70% 이상이 카카오 선물하기에서 발생하고, 선물하기는 대부분 중국 플랫폼들에 쉽게 찾아볼 수 없는 브랜드들이 입점되어 있기 때문이다. 또한 선물하기는 서비스 포지셔닝이 확실하다. 서비스 특성상 저가 제품을 찾기보다 주로 생일이나 기념일에 상대방에게 선물로 주는 상품을 구매하기 때문에 대부분 소비자는 할인 없이도 구매해 가격과 배송 기간에 구애받지 않는다. 특히 작년 하반기부터는 선물하기 럭스탭을 통해 국내외 럭셔리 브랜드를 취급하고 있다. 고가의 상품들이 거래되며 선물하기 거래액은 견조한 성장세를 보이고 있고, 올해는 온기로 효과가 반영되며 거래형 매출에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 작년 쇼핑탭을 전면 리뉴얼하여 UI/UX 강화, 톡딜 및 스토어 입점을 늘리고 카카오톡 메시지 전송과 비즈보드 광고, 카카오페이/뱅크와 혜택을 강화시키며 올해는 전반적인 거래형 매출 성장이 예상된다. 24년 거래형 매출은 1.1조원(+11.1%)로 전망한다.

24년 인터넷 업종 top pick

2H23 DA 시장 회복으로 비즈보드 회복, 메시지 광고는 작년 연중 두 자리 수 성장세를 보였다. 톡딜/스토어와 메시지 광고 연계로 카카오가 구상했던 커머스와 광고의 시너지가 올해부터 본격적으로 나타날 것이다. 선물하기 럭스탭과 오픈채팅탭이 높은 타겟팅 효율로 주목받으며 광고 판매율이 상승 중이다. 광고형 매출은 1Q24에도 9.0% 성장이 예상된다. 올해는 자회사 실적에 대한 우려를 덜어도 된다. 엔터테인먼트와 엔터프라이즈는 작년까지 구조조정이 마무리되며 실적 개선, 헬스케어도 '파스타' 판매 시작했다. 카카오페이는 알리익스프레스와 테무에 간편결제 서비스 제공, 작년 해외 결제 거래액은 22년대비 +35%, MAU도 +32% 증가해 올해도 이커머스 이용자 증가로 인한 결제액 증가가 예상된다. 올해 견조한 실적을 보여줄 본업에 대한 멀티플을 상향하며 목표주가는 기존 7.5만원에서 7.8만원으로 상향한다. 신임 대표 체제 하 사업 전략과 주주환원 정책 강화가 기대된다. 인터넷 업종 top-pick으로 제시한다.

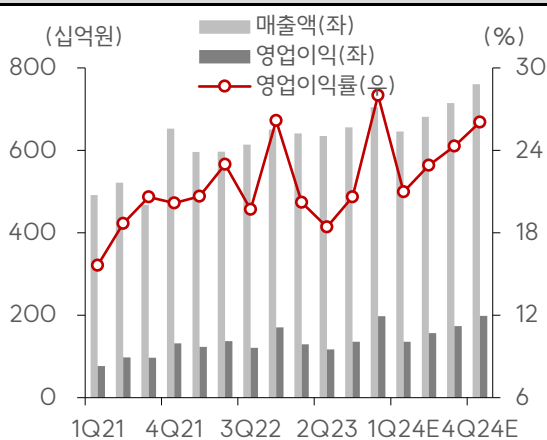
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	4,157	6,137	7,107	8,115	8,855	9,686
영업이익	십억원	456	595	580	514	772	885
순이익(지배주주)	십억원	156	1,392	1,353	-668	453	534
EPS	원	352	3,122	3,037	-1,501	1,017	1,200
PER	배	221.5	36.0	17.5	-36.2	52.7	44.7
PBR	배	5.5	5.0	2.4	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	45.5	52.1	21.3	17.6	16.0	13.8
ROE	%	2.7	17.1	13.5	-6.7	4.5	5.0

목표주가 산출						(단위: 십억원)
1) 사업가치						
기업명	매출액	영업이익	NOPLAT	Target Multiple	적정 가치	비고
토비스 광고	1,213.0	327.5	262.0	20.1	5,255.5	OPM 27% 가정, 글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 적용
카카오커머스	1,100.3	319.1	255.3	35.9	9,168.2	OPM 29% 가정, 글로벌 경쟁사 12MF P/E 30% 할인
포털 광고	351.6	94.9	76.0	10.5	800.9	OPM 27% 가정, 글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 50% 할인
사업가치 합계					15,224.5	
2) 종속기업 가치						
기업명	시가총액/평가금액	지분율	할인율	적정 가치		비고
카카오페이	6,362.9	46.5%	40.0%	1,775.3		3개월 평균 시가총액 40% 할인
카카오뱅크	13,546.9	27.2%	40.0%	2,208.4		3개월 평균 시가총액 40% 할인
카카오게임즈	2,056.3	41.3%	40.0%	509.6		3개월 평균 시가총액 40% 할인
카카오엔터테인먼트	11,300.2	67.6%	30.0%	5,347.3		투자유치 시 기업가치 적용(23/1/12)
카카오재팬	7,968.9	73.0%	30.0%	4,072.1		투자유치 시 기업가치 적용(21/5/20)
카카오모빌리티	7,779.2	57.3%	30.0%	3,120.8		최근 유상증자 반영(23/3/6)
카카오엔터프라이즈	2,584.8	85.1%	30.0%	1,539.8		최근 유상증자 반영(22/6/24)
종속기업 가치 합계					18,573.2	
3) 투자지분 가치						
기업명	시가총액	지분율	할인율	적정 가치		비고
두나무	4,732	10.6%	40.0%	301.0		비상장 거래 가치 반영
합산 가치 1)+2)+3)					34,098.7	
주식 수(천 주)					438,206.1	
적정 주가(원)					77,814	
목표 주가(원)					78,000	
현재 주가(원)					53,600	
상승 여력					45.5%	

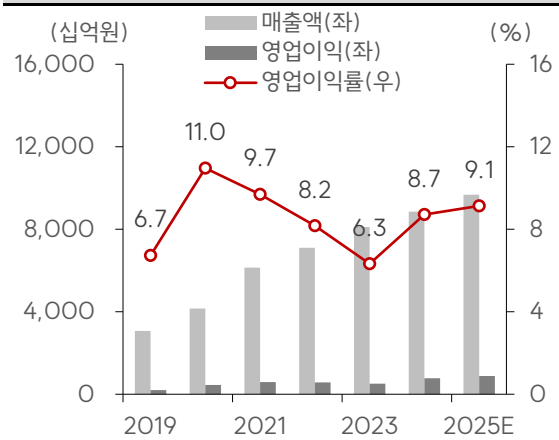
자료: SK 증권

카카오 분기 실적 추이 및 전망(별도)



자료: 카카오, SK 증권

카카오 연간 실적 추이 및 전망(연결)



자료: 카카오, SK 증권

수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025
매출액	1,740.3	2,042.5	2,160.9	2,171.1	1,994.0	2,176.8	2,310.2	2,373.8	8,114.8	8,854.9	9,686.0
플랫폼	964.7	988.7	1,029.5	1,121.7	1,037.9	1,100.4	1,155.8	1,224.0	4,104.6	4,518.2	4,938.1
특비즈	515.6	503.0	517.7	581.5	528.1	560.8	591.1	633.3	2,117.8	2,313.3	2,517.8
광고형	252.1	282.7	279.6	305.0	274.9	297.7	308.2	332.2	1,119.3	1,213.0	1,315.8
거래형	263.4	218.3	231.3	277.0	253.2	263.1	282.9	301.2	990.0	1,100.3	1,202.0
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	86.0	87.4	88.6	89.6	344.3	351.6	359.5
플랫폼 기타	365.6	396.3	428.5	452.1	423.8	452.3	476.2	501.0	1,642.5	1,853.3	2,060.7
콘텐츠	775.6	1,053.8	1,131.5	1,049.4	956.1	1,076.4	1,154.4	1,149.8	4,010.2	4,336.7	4,748.0
게임	247.3	268.6	262.0	230.6	224.4	257.5	288.6	283.4	1,008.5	1,053.8	1,243.2
뮤직	232.0	480.7	513.3	498.8	443.3	502.5	515.1	536.1	1,724.8	1,997.0	2,146.5
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	209.1	231.8	240.9	225.1	922.1	906.9	949.3
미디어	67.7	73.5	107.0	106.6	79.3	84.5	109.9	105.3	354.9	378.9	409.0
<i>YoY growth rate</i>											
매출액	5.4%	12.1%	16.3%	22.4%	14.6%	6.6%	6.9%	9.3%	14.2%	9.1%	9.4%
플랫폼	8.9%	6.2%	4.3%	16.0%	7.6%	11.3%	12.3%	9.1%	8.9%	10.1%	9.3%
특비즈	11.8%	11.0%	10.8%	11.8%	2.4%	11.5%	14.2%	8.9%	11.4%	9.2%	8.8%
광고형	0.9%	4.2%	7.5%	11.5%	9.0%	5.3%	10.3%	8.9%	6.2%	8.4%	8.5%
거래형	24.7%	19.9%	11.6%	16.6%	-3.9%	20.5%	22.3%	8.7%	18.1%	11.1%	9.2%
포털비즈	-26.7%	-12.6%	-24.2%	-10.1%	3.0%	-2.3%	6.4%	1.8%	-18.8%	2.1%	2.2%
플랫폼 기타	17.6%	5.7%	4.6%	29.6%	15.9%	14.1%	11.1%	10.8%	13.7%	12.8%	11.2%
콘텐츠	1.3%	18.2%	29.8%	29.9%	23.3%	2.1%	2.0%	9.6%	20.2%	8.1%	9.5%
게임	0.6%	-20.3%	-11.5%	-0.1%	-9.3%	-4.1%	10.1%	22.9%	-9.1%	4.5%	18.0%
뮤직	13.5%	129.7%	105.2%	116.4%	91.1%	4.5%	0.3%	7.5%	92.8%	15.8%	7.5%
스토리	-4.9%	1.5%	7.7%	-3.7%	-8.5%	0.4%	-3.3%	5.5%	0.1%	-1.6%	4.7%
미디어	-9.7%	-37.7%	13.6%	-14.5%	17.0%	15.0%	2.7%	-1.2%	-13.9%	6.8%	7.9%
영업비용	1,669.2	1,929.0	2,020.6	1,981.9	1,849.0	1,993.6	2,101.5	2,139.1	7,600.8	8,083.1	8,801.0
YoY growth rate	11.8%	16.8%	18.3%	18.4%	10.8%	3.3%	4.0%	7.9%	16.5%	6.3%	8.9%
영업이익	71.1	113.5	140.3	189.2	145.0	183.2	208.8	234.8	514.1	771.8	885.0
영업이익률	4.1%	5.6%	6.5%	8.7%	7.3%	8.4%	9.0%	9.9%	6.3%	8.7%	9.1%
YoY growth rate	-55.2%	-33.7%	-6.7%	88.3%	103.9%	61.5%	48.8%	24.1%	-11.4%	50.1%	14.7%
당기순이익	63.8	56.3	49.5	-1,657.5	119.4	141.1	164.6	175.0	-1,487.9	600.2	693.1
지배주주순이익	77.5	55.4	33.3	-835.6	118.3	116.5	119.2	98.9	-669.4	452.9	534.0

자료: 카카오, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	2,023.2	2,207.8	2,332.3	2,395.5	1,994.0	2,176.8	2,310.2	2,373.8	-1.4%	-1.4%	-0.9%	-0.9%
영업이익	143.8	178.0	209.1	233.3	145.0	183.2	208.8	234.8	0.8%	2.9%	-0.1%	0.6%
지배주주순이익	117.7	113.6	119.5	98.4	118.3	116.5	119.2	98.9	0.5%	2.5%	-0.2%	0.5%

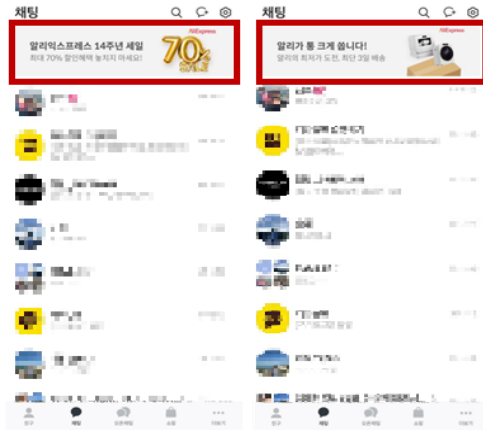
자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전		변경 후		% chg.	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출총이익	8,958.7	9,801.9	8,854.9	9,686.0	-1.2%	-1.2%
영업이익	764.2	899.7	771.8	885.0	1.0%	-1.6%
지배주주순이익	449.2	541.1	452.9	534.0	0.8%	-1.3%

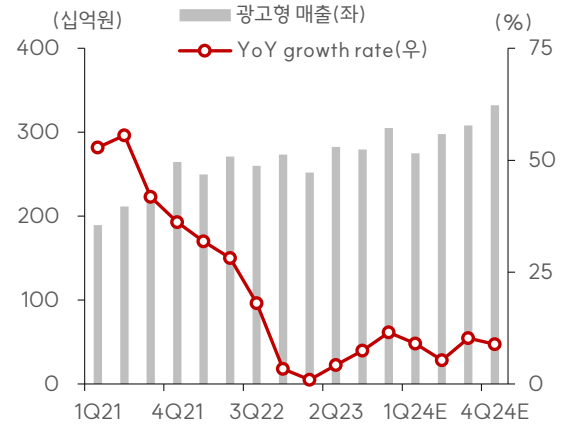
자료: SK 증권

카카오톡 비즈보드 알리익스프레스 광고



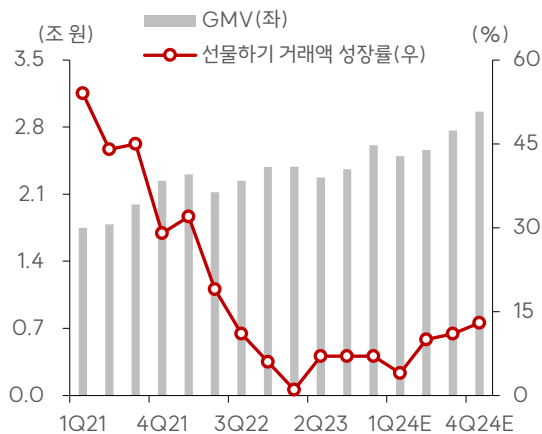
자료: 카카오톡, SK 증권

카카오 광고형 매출 추이 및 전망



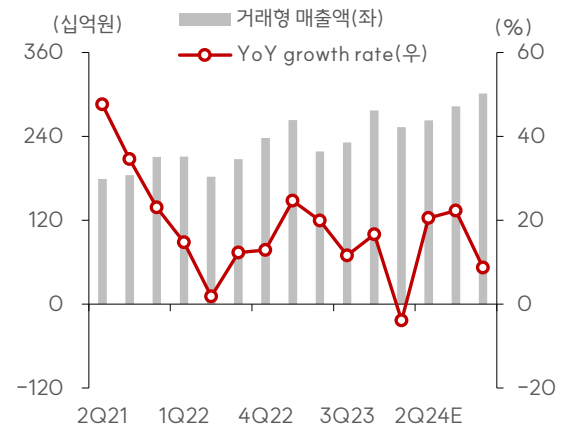
자료: 카카오, SK 증권

카카오 선물하기 거래액 추정



자료: 카카오, SK 증권

카카오 거래형 매출 추이 및 전망



자료: 카카오, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,102	7,756	7,746	8,410	9,130
현금및현금성자산	5,232	4,780	4,418	4,795	5,215
매출채권 및 기타채권	663	772	945	1,033	1,126
재고자산	92	160	196	215	234
비유동자산	13,712	14,451	15,677	16,194	16,775
장기금융자산	1,682	2,307	2,380	2,421	2,464
유형자산	555	885	1,324	1,437	1,548
무형자산	6,348	6,022	5,829	5,891	6,000
자산총계	22,780	22,963	24,577	25,758	27,060
유동부채	5,246	4,706	5,536	6,043	6,575
단기금융부채	1,440	1,351	1,654	1,808	1,970
매입채무 및 기타채무	1,227	1,369	2,009	2,197	2,394
단기충당부채	11	21	25	28	30
비유동부채	2,885	3,844	3,716	3,817	3,923
장기금융부채	1,871	2,825	2,576	2,576	2,576
장기매입채무 및 기타채무	107	135	57	57	57
장기충당부채	52	70	86	94	102
부채총계	9,190	9,432	10,574	11,182	11,820
지배주주지분	9,984	9,997	9,915	10,342	10,846
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	7,781	8,116	8,869	8,869	8,869
기타자본구성요소	77	41	12	12	12
자기주식	-1	-1	-48	-48	-48
이익잉여금	1,710	3,046	2,331	2,757	3,261
비지배주주지분	3,606	3,535	4,088	4,235	4,394
자본총계	13,590	13,532	14,003	14,577	15,240
부채와자본총계	22,780	22,963	24,577	25,758	27,060

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-1,033	-687	-538	1,785	2,021
당기순이익(손실)	1,646	1,063	-1,488	600	693
비현금성항목등	-597	91	1,022	898	1,045
유형자산감가상각비	238	378	499	596	739
무형자산상각비	135	204	476	238	221
기타	-970	-490	47	64	86
운전자본감소(증가)	-209	-460	285	346	364
매출채권및기타채권의감소(증가)	-20	-69	134	-88	-93
재고자산의감소(증가)	-11	-73	-8	-18	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	458	64	503	188	197
기타	-636	-382	-345	265	279
법인세납부	-227	-318	-232	-257	-297
투자활동현금흐름	-3,266	-1,400	-509	-1,498	-1,694
금융자산의감소(증가)	-1,166	-104	119	-142	-149
유형자산의감소(증가)	-213	-439	-608	-708	-850
무형자산의감소(증가)	-76	-91	-283	-300	-330
기타	-1,811	-766	262	-348	-365
재무활동현금흐름	4,349	202	503	128	133
단기금융부채의증가(감소)	728	-297	-400	154	162
장기금융부채의증가(감소)	413	562	-60	0	0
자본의증가(감소)	1,948	335	753	0	0
배당금지급	-13	-23	-55	-27	-29
기타	1,273	-375	264	0	-0
현금의 증가(감소)	2,431	-490	-418	377	420
기초현금	2,894	5,326	4,836	4,418	4,795
기말현금	5,326	4,836	4,418	4,795	5,215
FCF	-1,246	-1,126	-1,146	1,077	1,171

자료 : 카카오, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,137	7,107	8,115	8,855	9,686
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,137	7,107	8,115	8,855	9,686
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	5,542	6,527	7,601	8,083	8,801
영업이익	595	580	514	772	885
영업이익률(%)	9.7	8.2	6.3	8.7	9.1
비영업손익	1,699	724	-1,884	86	105
순금융손익	-3	13	186	197	216
외환관련손익	0	-26	0	0	0
관계기업등 투자손익	510	-58	-0	-15	-5
세전계속사업이익	2,294	1,304	-1,370	857	990
세전계속사업이익률(%)	37.4	18.4	-16.9	9.7	10.2
계속사업법인세	648	242	118	257	297
계속사업이익	1,646	1,063	-1,488	600	693
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,646	1,063	-1,488	600	693
순이익률(%)	26.8	15.0	-18.3	6.8	7.2
지배주주	1,392	1,353	-668	453	534
지배주주귀속 순이익률(%)	22.7	19.0	-8.2	5.1	5.5
비지배주주	254	-290	-820	147	159
총포괄이익	2,078	-668	-1,627	600	693
지배주주	1,691	-269	-2,076	772	891
비지배주주	387	-400	450	-172	-198
EBITDA	968	1,162	1,489	1,606	1,845

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	47.6	15.8	14.2	9.1	9.4
영업이익	30.5	-2.5	-11.4	50.1	14.7
세전계속사업이익	453.7	-43.1	적전	흑전	15.5
EBITDA	34.0	20.0	28.2	7.9	14.8
EPS	787.7	-2.7	적전	흑전	17.9
수익성 (%)					
ROA	9.5	4.6	-6.3	2.4	2.6
ROE	17.1	13.5	-6.7	4.5	5.0
EBITDA마진	15.8	16.3	18.4	18.1	19.0
안정성 (%)					
유동비율	154.4	164.8	139.9	139.2	138.9
부채비율	67.6	69.7	75.5	76.7	77.6
순차입금/자기자본	-24.4	-17.8	-14.1	-16.0	-18.0
EBITDA/이자비용(배)	24.6	10.6	0.0	0.0	0.0
배당성향	1.7	1.9	-4.0	6.5	6.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,122	3,037	-1,501	1,017	1,200
BPS	22,394	22,447	22,397	23,339	24,473
CFPS	3,959	4,343	691	2,892	3,355
주당 현금배당금	53	60	61	67	74
Valuation지표 (배)					
PER	36.0	17.5	-36.2	52.7	44.7
PBR	5.0	2.4	2.4	2.3	2.2
PCR	28.4	12.2	78.6	18.5	16.0
EV/EBITDA	52.1	21.3	17.6	16.0	13.8
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.03.25	매수	78,000원	6개월		
2024.01.16	매수	75,000원	6개월	-26.37%	-21.07%
2023.10.17	매수	65,000원	6개월	-24.45%	-6.00%
2023.04.10	매수	78,000원	6개월	-33.45%	-22.44%
2022.10.14	매수	74,000원	6개월	-21.28%	-4.19%
2022.08.05	매수	110,000원	6개월	-38.38%	-23.91%
2022.01.20	매수	130,000원	6개월	-33.73%	-16.54%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 25일 기준)

매수	94.74%	중립	5.26%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------