

2023.11.10



카카오 (035720)

3Q23 Review: 보수적 비용 집행 중

Company Analysis | 유통/인터넷/플랫폼

Analyst 오린아

02. 3779 0053 _ lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	66,000 원
현재주가	45,600 원
상승여력	44.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (11/09)	2,427.08 pt
시가총액	202,685 억원
발행주식수	444,485 천주
52 주 최고가/최저가	70,900 / 37,600 원
90 일 일평균거래대금	689.04 억원
외국인 지분율	25.7%
배당수익률(23.12E)	0.1%
BPS(23.12E)	24,618 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 7.7%
	6개월 -17.4%
	12개월 -12.6%
주주구성	김범수 (외 92인) 24.2%
	MAXIMO PTE (외 1인) 6.3%
	국민연금공단 (외 1인) 5.4%

Stock Price



3Q23 Review: 보수적 비용 집행 중

카카오의 K-IFRS 연결 기준 3Q23 매출액은 전년동기대비 16.3% 증가한 2조 1,609 억원, 영업이익은 전년동기대비 6.7% 감소한 1,403억원으로, 당사 추정치 및 낮아진 시장 기대치를 상회한 실적을 기록했다. 보수적인 인건비와 마케팅 집행 기조 유지를 통해 일회성 비용이 발생했음에도 영업이익을 방어한 모습인데, SM엔터테인먼트 연결효과를 제외하면 매출액은 YoY 2.5% 증가했고 영업이익은 YoY 23.4% 감소했다. 3Q23 특비즈 부문 매출액은 YoY 10.8% 증가한 5,177억원으로, 이 중 광고형과 거래형의 매출액은 각각 YoY 7.6%, 14.8% 성장했다. 9월 추석 선물하기 성수기 효과가 광고 비수기 영향을 상쇄했고, 3Q23 선물하기 거래액은 YoY 7% 증가해 전체 이커머스 시장 성장에 부합하는 수준을 기록했다. 모빌리티는 전 사업부문이 성장했으며, 페이는 온오프라인 결제액 및 증권/보험 성장이 꾸준히 나타나고 있다. 이에 플랫폼 기타 부문의 매출액은 YoY 4.6% 증가한 4,285억원을 기록했다. 콘텐츠 사업은 SM엔터테인먼트 연결 효과로 YoY 29.8% 증가했으며, 게임 부문은 신작 성과에도 카카오VX를 포함한 비게임 부문의 경기침체 영향 지속으로 매출액이 YoY 11.5% 감소했다.

지난 2분기에 이어 비용 통제 흐름이 긍정적이다. 3Q23 인건비는 사업 구조 개선에 따른 일회성 비용 147억원 반영에도 보수적인 채용 기조가 이어지면서 QoQ 1.0% 감소하고 YoY 7.8% 증가하는 수준에 그쳤다. 총 인력 또한 SM엔터테인먼트 연결 효과 제외 시 전년동기대비 212명 감소했다. 마케팅 비용 또한 전반적으로 보수적 집행 기조를 이어가고 있어 실적에 방어적인 요인으로 작용할 전망이다.

투자 의견 Buy 유지하나 목표주가 66,000원으로 하향

카카오에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 66,000원으로 하향한다. 목표주가의 하향은 경기 부진에 따른 특비즈 부문 실적 조정 및 주요 종속기업 가치의 하락을 반영함에 따른 것이다(표4). AI를 접목한 사업은 헬스케어와 엔터프라이즈 부문에서 확대를 계획 중에 있으며, 연내 연속 혈당 관리 서비스를 개시할 전망이다. KoGPT는 연말에 공개 예정으로, 성능 및 서비스 접목 수익화 전략에 대해 확인할 필요가 있겠다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,137	7,107	8,212	9,371	10,421
영업이익	595	580	482	531	720
순이익	1,392	1,353	380	510	648
EPS (원)	3,209	3,098	875	1,174	1,492
증감률 (%)	807.5	-3.5	-71.8	34.2	27.1
PER (x)	35.1	17.1	64.0	47.7	37.5
PBR (x)	5.0	2.4	2.3	2.2	2.1
영업이익률 (%)	9.7	8.2	5.9	5.7	6.9
EBITDA 마진 (%)	15.8	16.3	14.8	14.4	15.1
ROE (%)	17.1	13.5	6.1	7.4	8.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 카카오 3Q23 실적

	3Q23P	3Q22	YoY%	추정치	Consensus
매출액	21,609	18,587	16.3%	22,075	22,438
영업이익	1,403	1,503	-6.7%	1,212	1,438
영업이익률	6.5%	8.1%	-1.6%p	5.5%	6.4%
당기순이익	333	1,063	-68.7%	1,014	1,195

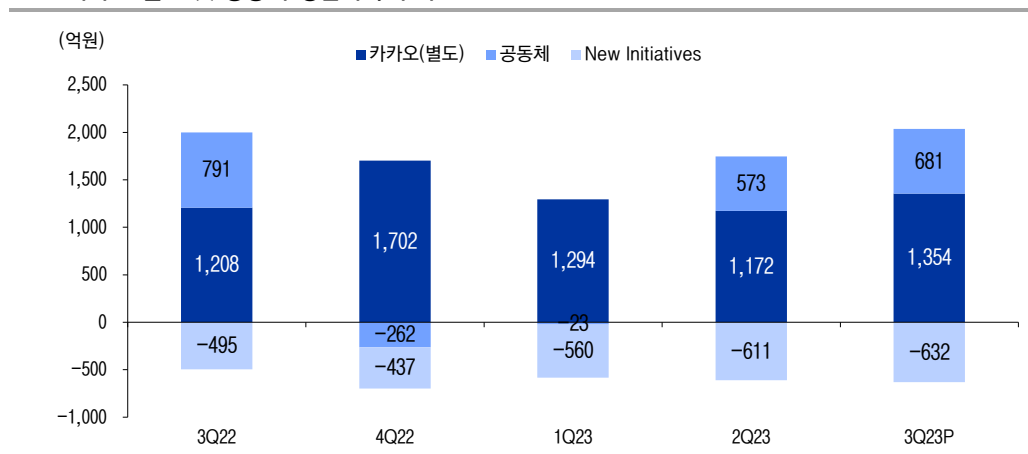
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 카카오 부문별 실적 요약

(억원)	3Q22	2Q23	3Q23	YoY	QoQ
매출액	18,587	20,425	21,609	16.3%	5.8%
플랫폼 부문	9,869	9,887	10,295	4.3%	4.1%
특비즈	4,674	5,030	5,177	10.8%	2.9%
포털비즈	1,098	895	832	-24.2%	-7.0%
플랫폼 기타	1,098	3,963	4,285	290.3%	8.1%
콘텐츠 부문	8,718	10,538	11,315	29.8%	7.4%
게임	2,961	2,686	2,620	-11.5%	-2.5%
뮤직	2,502	4,807	5,133	105.2%	6.8%
스토리	2,313	2,310	2,491	7.7%	7.8%
미디어	941	735	1,070	13.7%	45.6%
영업비용	1,708	19,290	20,206	1082.7%	4.7%
영업이익	1,503	1,135	1,403	-6.7%	23.6%
영업이익률	8.1%	5.6%	6.5%	-1.6%p	+0.9%p
연결당기순이익	1,372	560	495	-63.9%	-11.6%
지배지분순이익	1,063	570	333	-68.7%	-41.6%
비지배지분순이익	308	-10	162	-47.4%	흑전

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 카카오 별도 및 공동체 영업이익 추이



자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 카카오 분기/연간 실적 및 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23	2022	2023E	2024E
추정 실적											
매출액	16,517	18,223	18,587	17,744	17,403	20,425	21,609	22,687	71,071	82,125	93,707
플랫폼	8,860	9,307	9,869	9,668	9,647	9,887	10,295	11,084	37,704	40,913	45,393
특비즈	4,610	4,532	4,674	5,201	5,156	5,030	5,177	5,868	19,017	21,230	22,693
광고형	2,498	2,710	2,599	2,736	2,521	2,827	2,796	2,957	10,543	11,101	11,832
거래형	2,111	1,822	2,075	2,465	2,635	2,203	2,381	2,910	8,474	10,129	10,861
포털비즈	1,140	1,024	1,098	979	836	895	832	813	4,241	3,375	3,356
플랫폼 기타	3,110	3,751	4,098	3,488	3,656	3,963	4,285	4,404	14,446	16,308	19,344
콘텐츠	7,657	8,917	8,718	8,076	7,756	10,538	11,315	11,603	33,368	41,212	48,314
뮤직	2,044	2,093	2,502	2,305	2,320	4,807	5,133	5,307	8,944	17,567	21,473
스토리	2,405	2,276	2,313	2,216	2,286	2,310	2,491	2,430	9,209	9,517	10,995
게임	2,458	3,368	2,961	2,308	2,473	2,686	2,620	2,550	11,095	10,329	11,287
미디어	750	1,180	941	1,248	677	735	1,070	1,316	4,120	3,799	4,559
영업비용	14,930	16,513	17,084	16,740	16,692	19,291	20,206	21,119	65,267	77,307	88,395
인건비	4,200	4,262	4,333	4,076	4,458	4,718	4,670	4,879	16,871	18,725	20,601
매출연동비	5,844	6,548	7,114	7,051	6,668	8,104	8,721	9,096	26,557	32,590	38,014
외주/인프라비	2,046	2,358	2,384	2,460	2,420	2,823	2,892	3,075	9,248	11,210	13,189
마케팅비	1,146	1,503	1,120	1,084	1,146	1,200	1,254	1,304	4,853	4,904	5,497
상각비	1,308	1,356	1,530	1,623	1,503	1,850	1,984	2,118	5,817	7,455	8,831
영업이익	1,587	1,710	1,503	1,003	711	1,135	1,403	1,569	5,803	4,818	5,312
영업이익률	9.6%	9.4%	8.1%	5.7%	4.1%	5.6%	6.5%	6.9%	8.2%	5.9%	5.7%
YoY %											
매출액	31.3%	34.8%	6.8%	-0.6%	5.4%	12.1%	16.3%	27.9%	15.8%	15.6%	14.1%
플랫폼	27.4%	22.2%	26.7%	-3.8%	8.9%	6.2%	4.3%	14.7%	16.3%	8.5%	11.0%
특비즈	23.4%	16.1%	15.4%	9.5%	11.8%	11.0%	10.8%	12.8%	15.7%	11.6%	6.9%
광고형	31.9%	28.1%	18.0%	3.4%	0.9%	4.3%	7.6%	8.1%	19.0%	5.3%	6.6%
거래형	14.6%	1.9%	12.4%	17.1%	24.8%	20.9%	14.8%	18.1%	11.8%	19.5%	7.2%
포털비즈	-2.9%	-18.2%	-7.9%	-25.1%	-26.7%	-12.6%	-24.2%	-17.0%	-13.9%	-20.4%	-0.6%
플랫폼 기타	52.1%	52.4%	60.9%	-12.6%	17.6%	5.7%	4.6%	26.3%	30.8%	12.9%	18.6%
콘텐츠	36.1%	51.0%	-9.4%	3.4%	1.3%	18.2%	29.8%	43.7%	15.2%	23.5%	17.2%
뮤직	10.7%	11.3%	26.9%	13.7%	13.5%	129.7%	105.2%	130.2%	15.8%	96.4%	22.2%
스토리	37.7%	22.1%	5.7%	4.6%	-4.9%	1.5%	7.7%	9.7%	16.3%	3.3%	15.5%
게임	88.7%	162.0%	-36.1%	-16.6%	0.6%	-20.2%	-11.5%	10.5%	11.1%	-6.9%	9.3%
미디어	2.9%	35.0%	13.3%	39.5%	-9.7%	-37.7%	13.7%	5.5%	23.7%	-7.8%	20.0%
영업비용	35.7%	38.8%	8.6%	-0.3%	11.8%	16.8%	18.3%	26.2%	17.8%	18.4%	14.3%
인건비	43.4%	41.6%	41.1%	-21.0%	6.2%	10.7%	7.8%	19.7%	19.1%	11.0%	10.0%
매출연동비	18.5%	23.5%	-11.7%	8.8%	14.1%	23.8%	22.6%	29.0%	7.2%	22.7%	16.6%
외주/인프라비	41.6%	43.0%	20.5%	5.2%	18.3%	19.7%	21.3%	25.0%	24.8%	21.2%	17.7%
마케팅비	70.5%	64.9%	-24.4%	-15.8%	0.0%	-20.2%	12.0%	20.2%	11.5%	1.1%	12.1%
상각비	65.2%	72.1%	71.8%	35.5%	14.9%	36.4%	29.6%	30.5%	58.6%	28.2%	18.5%
영업이익	0.7%	5.2%	-10.6%	-5.9%	-55.2%	-33.7%	-6.7%	56.4%	-2.5%	-17.0%	10.3%

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 카카오 Valuation

(억원)	적정 가치	2023E NOPLAT	Target Multiple		Logic
본업 가치					
특비즈 광고 사업	56,197	3,746	15		영업이익률 50% 가정
특비즈 커머스 사업	33,427	1,671	20		영업이익률 25% 가정
포털 사업	6,329	633	10		영업이익률 30% 가정
합계	95,953				
	적정 가치	평가가치	지분율	할인율	
종속기업 가치					
카카오모빌리티	11,636	29,006	57.3%	30%	2023년 예상 매출액 PSR 3배 적용, 할인율 적용
카카오페이	16,052	57,066	46.9%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
카카오게임즈	5,459	22,196	41.0%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
카카오뱅크	18,692	114,660	27.2%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
카카오엔터테인먼트	64,759	110,000	73.6%	20%	편딩 시점 평가 기업가치 대비 할인
카카오재팬	51,322	88,000	72.9%	20%	편딩 시점 평가 기업가치 대비 할인
카카오엔터프라이즈	17,020	25,000	85.1%	20%	편딩 시점 평가 기업가치 대비 할인
에스엠엔터테인먼트	5,889	24,617	39.9%	40%	3개월 평균 시가총액 대비 할인
합계	190,828				
투자자산 가치					
두나무	1,367	25,727	10.6%	50%	시가총액 대비 할인
기업가치 합계	288,149				
주식수(천주)	436,699				자사주 제외
목표주가(원)	66,000				
현재주가(원)	45,600				
상승여력	44.7%				

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

카카오 (035720)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,102	7,756	8,961	8,878	8,883
현금 및 현금성자산	5,232	4,780	5,251	4,933	4,724
매출채권 및 기타채권	663	772	1,478	1,687	1,876
재고자산	92	160	189	216	240
기타유동자산	2,116	2,043	2,043	2,043	2,043
비유동자산	13,712	14,451	16,362	17,289	18,319
관계기업투자등	4,737	4,604	5,694	5,926	6,166
유형자산	555	885	1,024	1,126	1,284
무형자산	6,348	6,022	6,865	7,346	7,860
자산총계	22,780	22,963	25,323	26,167	27,202
유동부채	5,246	4,706	6,127	6,521	7,017
매입채무 및 기타채무	1,556	1,642	1,897	2,165	2,408
단기금융부채	1,983	1,351	2,251	2,098	2,098
기타유동부채	1,707	1,713	1,979	2,258	2,512
비유동부채	2,885	3,844	3,453	3,419	3,337
장기금융부채	1,871	2,825	2,536	2,594	2,594
기타비유동부채	1,014	1,019	917	826	743
부채총계	9,190	9,432	9,581	9,941	10,354
지배주주지분	9,984	9,997	10,912	11,396	12,019
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	7,781	8,116	8,736	8,736	8,736
이익잉여금	1,710	3,046	3,453	3,989	4,664
비지배주주지분(연결)	3,606	3,535	4,830	4,830	4,830
자본총계	13,590	13,532	15,743	16,227	16,849

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,307	678	1,491	2,165	2,485
당기순이익(손실)	1,646	1,063	642	822	1,023
비현금수익비용가감	-597	91	1,431	1,402	1,515
유형자산감가상각비	238	378	561	612	647
무형자산상각비	135	204	169	204	202
기타현금수익비용	-970	-490	700	585	665
영업활동 자산부채변동	-209	-460	-581	-59	-53
매출채권 감소(증가)	-20	-69	-706	-208	-189
재고자산 감소(증가)	-11	-73	-29	-27	-24
매입채무 증가(감소)	458	64	255	268	243
기타자산, 부채변동	-636	-382	-102	-92	-83
투자활동 현금흐름	-3,341	-1,574	-1,697	-1,892	-1,926
유형자산처분(취득)	-213	-439	-700	-700	-700
무형자산 감소(증가)	-76	-91	-158	-169	-169
투자자산 감소(증가)	-1,660	-54	-587	-276	-288
기타투자활동	-1,391	-991	-253	-747	-769
재무활동 현금흐름	4,441	412	621	-590	-768
차입금의 증가(감소)	1,134	265	-58	0	0
자본의 증가(감소)	52	50	-26	-26	-26
배당금의 지급	13	23	26	26	26
기타재무활동	3,255	97	705	-564	-742
현금의 증가	2,431	-490	415	-318	-208
기초현금	2,894	5,326	4,836	5,251	4,933
기말현금	5,326	4,836	5,251	4,933	4,724

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,137	7,107	8,212	9,371	10,421
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,137	7,107	8,212	9,371	10,421
판매비 및 관리비	5,542	6,527	7,731	8,839	9,701
영업이익	595	580	482	531	720
(EBITDA)	968	1,162	1,213	1,348	1,570
금융손익	36	43	203	225	234
이자비용	39	110	0	0	0
관계기업등 투자손익	2,172	1,603	629	636	636
기타영업외손익	-510	-922	-126	-127	-128
세전계속사업이익	2,294	1,304	559	629	826
계속사업법인세비용	648	242	547	443	439
계속사업이익	1,646	1,063	12	186	387
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,646	1,063	642	822	1,023
지배주주	1,392	1,353	380	510	648
총포괄이익	1,931	-560	642	822	1,023
매출총이익률 (%)	100	100	100	100	100
영업이익률 (%)	9.7	8.2	5.9	5.7	6.9
EBITDA 마진률 (%)	15.8	16.3	14.8	14.4	15.1
당기순이익률 (%)	26.8	15.0	7.8	8.8	9.8
ROA (%)	8.0	5.9	2.5	3.1	3.8
ROE (%)	17.1	13.5	6.1	7.4	8.7
ROIC (%)	10.2	7.4	3.4	4.1	6.1

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	35.1	17.1	64.0	47.7	37.5
P/B	5.0	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	48.7	18.8	19.0	17.2	14.8
P/CF	47.8	20.5	12.0	11.2	9.8
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	47.6	15.8	15.6	14.1	11.2
영업이익	30.5	-2.5	-17.0	10.3	35.6
세전이익	453.7	-43.1	-57.1	12.5	31.3
당기순이익	849.6	-35.5	-39.6	28.2	24.5
EPS	807.5	-3.5	-71.8	34.2	27.1
안정성 (%)					
부채비율	67.6	69.7	60.9	61.3	61.5
유동비율	154.4	164.8	146.2	136.1	126.6
순차입금/자기자본(x)	-22.1	-13.6	-12.4	-11.1	-9.8
영업이익/금융비용(x)	15.1	5.3	na	na	na
총차입금 (십억원)	3,854	4,176	4,787	4,692	4,692
순차입금 (십억원)	-3,006	-1,846	-1,958	-1,796	-1,651
주당지표(원)					
EPS	3,209	3,098	875	1,174	1,492
BPS	22,391	22,444	24,618	25,710	27,114
CFPS	2,353	2,590	4,676	5,017	5,727
DPS	53	60	60	60	60

카카오

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

200,000

150,000

100,000

50,000

0

21/11

22/05

22/11

23/05

23/11

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.09.30	변경	성중화									
2021.11.09	Buy	160,000	-19.4		-24.9						
2022.01.07	Buy	135,000	-25.9		-32.9						
2022.02.14	Buy	124,000	-12.5		-21.7						
2022.05.06	Buy	117,000	-26.8		-33.8						
2022.07.11	Buy	100,000	-18.3		-26.9						
2022.08.05	Buy	105,000	-20.3		-33.9						
2022.10.11	Buy	74,000	-29.3		-33.3						
2022.11.04	Buy	68,000	4.3		-13.5						
2023.02.21	공표 제외										
2023.04.26	신규	오리아									
2023.04.26	Buy	75,000									
2023.11.10	Buy	66,000	-22.0		-33.6						

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022.10.1 ~ 2023.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)