

카카오 (035720)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

71,000

상향

현재주가

60,400

(24.01.12)

인타넷업종

외부 노이즈가 막지 못한 실적 성장

- 4Q23, 본업 성수기와 SM, 게임 제외 대부분 자회사 실적 개선, 호실적 예상
- 글로벌 peer 밸류 상승, IPO 연기된 자회사들 지분가치 할인을 축소, TP 상향
- 2024년 앱 개편, 비용 통제로 실적 개선 기대, 2024E OPM 6.6%(YoY 0.7%p) 추정

투자 의견 매수 유지, 목표주가 71,000원으로 기존 대비 10.9% 상향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오의 본사 사업가치는 11.1조원으로 산출. 주요 자회사(게임즈, بانک, 페이 등) 지분가치는 현재 시장가를 반영하여 총 자회사 지분가치 20.6조원으로 산출. 동사의 목표주가 상향 배경은 1) 금리 인하 기대감에 따른 글로벌 peer 업체들의 밸류에이션 상승에 따라 카카오의 사업가치를 기존 대비 7% 상향, 2) 기존 상장이 예정됐던 자회사들(카카오엔터테인먼트, 모빌리티, 픽코마)의 IPO가 당분간 어려워질 것으로 예상되어 지분가치 계산 시 적용했던 할인율을 40%에서 30%로 축소한 영향

4분기 본업과 대부분의 자회사 호실적 예상

4Q23 매출액 2조 2,442억원(YoY 26.5%, QoQ 3.9%), 영업이익 1,617억원(YoY 61.2%, QoQ 15.3%) 기록. 컨센서스 매출 부합, 영업이익은 컨센서스 소폭 상회 예상. 특비즈 외 대부분 자회사들의 4분기 성수기 효과 및 비용 통제 영향으로 판단

4분기 본업 특비즈 매출은 5,706억원(YoY 10%) 예상. 광고, 커머스 모두 성수기 효과 및 앱 개편 효과에 따라 매출은 각각 2,991억원(YoY 9%), 2,715억원(YoY 10%) 추정. 페이, 모빌리티, 각 콘텐츠의 사업 부문들이 상장 자회사인 에스엠, 게임즈 제외 QoQ 실적 개선 전망. 한편, 인건비는 자회사 구조조정으로 인한 일회성 비용 반영 예상, 마케팅비는 3분기와 유사한 수준 예상

2024년은 광고와 비용 통제를 통한 실적 개선 전망. 광고 업황의 회복은 기존 예상 대비 더디지만 개선되는 방향은 유효. 광고 업황 개선 외에도 앱 개편 효과에 따라 광고 실적 개선 여지 가능할 것으로 판단. 친구탭 광고 지표(판매가 할인을 축소, 판매율 증가) 개선 중, 오픈채팅탭의 광고 인벤토리 확장 기대. 2024년 광고 매출 YoY 11% 성장 예상(vs. 2023E 6%). 이외 자회사 구조조정 및 비용통제 기조 유지. 2023년 OPM 5.9%, 2024년 OPM 6.6% 추정. 실적 개선과 함께 긍정적 주가 흐름 예상

(단위: 십억원, 원, %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	당사추정	4Q23(F)			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,774	2,161	2,218	2,244	26.5	3.9	2,230	2,214	27.2	-1.4
영업이익	100	140	132	162	61.2	15.3	150	139	95.2	-14.1
순이익	-124	98	-2	13	흑전	-87.0	84	14	-82.4	6.8

자료: 카카오, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

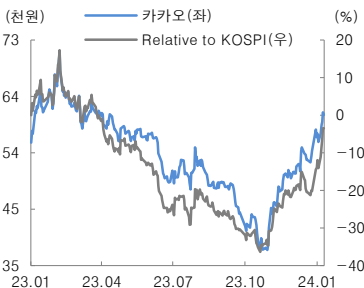
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,137	7,107	8,188	9,414	10,003
영업이익	595	580	487	626	723
세전순이익	2,294	1,304	478	633	729
총당기순이익	1,646	1,063	295	481	554
지배지분순이익	1,392	1,353	266	378	436
EPS	3,132	3,037	599	852	983
PER	35.9	17.5	90.1	70.9	61.5
BPS	22,465	22,442	23,031	23,853	24,776
PBR	5.0	2.4	2.6	2.5	2.4
ROE	17.1	13.5	2.6	3.6	4.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 카카오, 대신증권 Research Center

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2525.05
시가총액	26,869십억원
시가총액비중	1.40%
자본금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	70,900원 / 37,600원
120일 평균거래대금	848억원
외국인지분율	26.96%
주요주주	김범수 외 92 인 24.15% MAXIMO PTE 6.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.6	38.4	17.1	-1.8
상대수익률	17.1	35.9	19.4	-8.0



(단위: 십억원 %)

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	8,162	9,173	8,188	9,414	0.3	2.6
판매비와 관리비	7,705	8,693	7,701	8,789	0.0	1.1
영업이익	457	480	487	626	6.5	30.3
영업이익률	5.6	5.2	5.9	6.6	0.3	1.4
영업외손익	-8	7	-8	7	적자유지	0.0
세전순이익	449	487	478	633	6.6	29.9
지배지분순이익	248	291	266	378	7.2	29.9
순이익률	3.3	4.0	3.6	5.1	0.3	1.1
EPS(지배지분순이익)	558	656	599	852	7.2	29.9

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오 목표주가 산출

(단위: 십억원)

1) 사업 가치						
(12MF 기준)	매출액	영업이익	NOPLAT	Multiple	적정 가치	비고
톡 비즈니스	2,303.8	806.3	645.1	19.6x	10,114.6	OPM 35% 가정, 글로벌 Peer의 12MF 평균 PER 적용
포털 비즈니스	310.9	93.3	74.6	13.7x	1,023.8	OPM 30% 가정, 글로벌 Peer의 12MF 평균 PER 대비 30% 할인
사업 가치 합계 (a)					11,138.4	
2) 자회사 지분 가치						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치		비고
카카오 게임즈	2,252.8	41.4%	40.0%	559.6		현재 추가 기준
카카오엔터테인먼트	11,605.8	73.6%	30.0%	5,979.3		2023.01 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용
카카오 모빌리티	7,779.2	57.3%	30.0%	3,120.2		2023.03 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용
카카오페이	7,532.3	46.9%	40.0%	2,119.6		현재 추가 기준
카카오재팬(픽코마)	8,800.0	72.9%	30.0%	4,490.6		2021.05 투자 유치 당시 평가받은 기업가치 적용
카카오뱅크	14,020.0	27.2%	40.0%	2,288.1		현재 추가 기준
카카오엔터프라이즈	2,584.8	85.1%	30.0%	1,539.8		2022.06 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용
에스엠	2,101.9	40.2%	40.0%	507.0		현재 추가 기준
지분 가치 합계 (b)					20,604.2	
3) 주요 투자자산 지분가치 (c)						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치		
두나무(c)	4,453.7	10.6%	30.0%	330.5		
4) 순차입금 (d)					281.0	3Q23 별도 기준
총 합계 (a) + (b) + (c) + (d)					31,792.1	
주식 수(천주)					444,849	
적정 주가(원)					71,467	
목표 주가(원)					71,000	반올림 적용
현재 주가(원)					60,400	
상승 여력					17.5%	

자료: 대신증권 Research Center

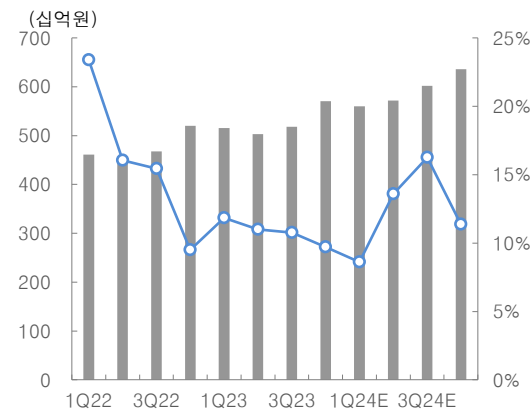
표 2. 카카오 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,651.7	1,822.3	1,858.7	1,774.2	1,740.3	2,042.6	2,160.8	2,244.2	7,107.0	8,188.0	9,414.4
플랫폼 부문	886.0	930.7	987.0	966.8	964.8	988.8	1,029.4	1,098.6	3,770.4	4,081.6	4,531.9
톡비즈	461.0	453.2	467.4	520.1	515.6	490.8	517.7	570.6	1,901.7	2,106.9	2,368.7
광고형 커머스	249.9	271.0	259.9	273.6	252.1	282.7	279.6	299.1	1,054.3	1,113.5	1,238.0
거래형 커머스	211.1	182.2	207.5	246.5	263.5	220.3	238.1	271.5	847.4	993.4	1,130.6
포털비즈	114.0	102.4	109.8	97.9	83.6	89.5	83.2	80.7	424.1	337.0	300.2
신사업	311.0	375.1	409.8	348.8	365.6	396.3	428.5	447.3	1,444.6	1,637.7	1,863.0
콘텐츠 부문	765.7	891.7	871.8	807.4	775.5	1,053.8	1,131.4	1,145.6	3,336.6	4,106.3	4,882.6
게임	245.8	336.8	296.1	230.8	247.3	268.6	262.0	233.3	1,109.5	1,011.2	1,320.6
뮤직	204.4	209.3	250.2	230.2	232.0	480.7	513.3	506.8	894.1	1,732.8	2,107.5
유료 콘텐츠	240.5	227.6	231.3	221.6	228.5	231.0	249.1	255.7	921.0	964.3	1,046.4
IP 비즈니스 및 기타	75.0	118.0	94.1	124.8	67.7	73.5	107.0	149.8	412.0	398.0	408.2
영업비용	1,493.0	1,651.3	1,708.4	1,673.8	1,669.2	1,929.0	2,020.6	2,082.6	6,526.5	7,701.4	8,788.8
인건비	420.0	426.2	433.3	407.6	445.8	471.8	467.0	481.0	1,687.1	1,865.6	1,990.0
매출연동비	584.6	654.8	711.4	703.8	666.8	810.4	872.1	890.0	2,654.6	3,239.3	3,736.9
외주/인프라	204.6	235.8	238.4	246.0	242.0	282.3	289.2	303.7	924.8	1,117.2	1,317.4
마케팅	114.4	150.3	112.0	108.4	114.6	120.0	125.4	127.9	485.1	487.9	581.9
상각비	130.8	135.6	153.0	161.0	150.3	185.0	198.4	212.8	580.4	746.5	899.1
기타 영업비용	38.7	48.6	60.4	44.8	49.6	59.6	68.6	67.3	192.4	245.1	263.6
영업이익	158.7	171.0	150.4	100.3	71.1	113.6	140.2	161.7	580.4	486.6	625.7
영업이익률	9.6%	9.4%	8.1%	5.7%	4.1%	5.6%	6.5%	7.2%	8.2%	5.9%	6.6%
지배주주 귀속 순이익	97.5	75.2	107.4	155.2	131.5	121.4	95.0	87.5	979.1	266.2	378.2
순이익률	5.9%	4.1%	5.8%	8.7%	7.6%	5.9%	4.4%	3.9%	13.8%	3.3%	4.0%

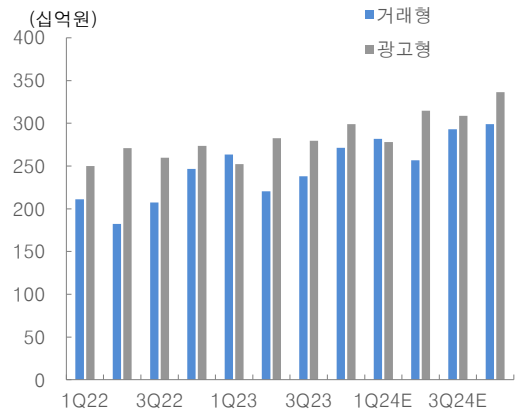
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 1. 카카오 톡비즈 매출 추이 및 전망



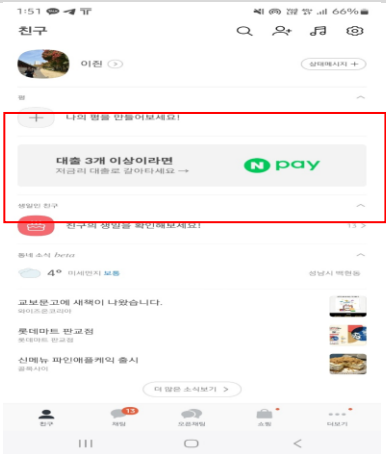
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 2. 카카오 광고, 거래 매출 추이 및 전망



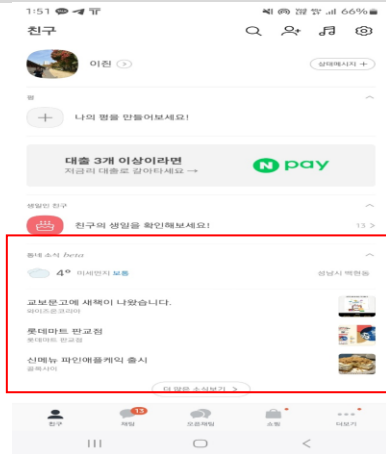
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 3. 카카오 친구탭 CPT 할인을 40% → 20% 축소



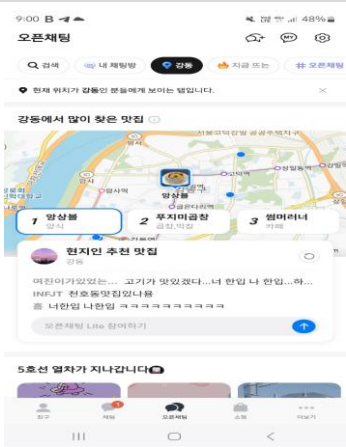
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 4. 카카오 친구탭에 동네소식 베타 서비스 중



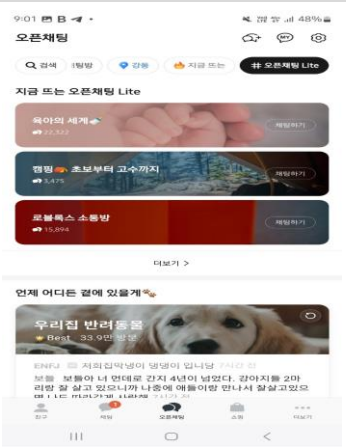
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 5. 오픈채팅탭에 로컬 서비스 도입



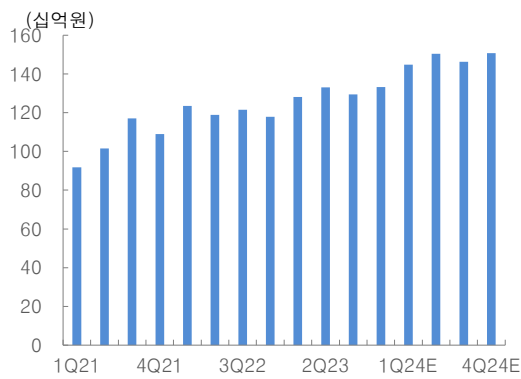
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 6. 오픈채팅탭 2023년 말 기준 DAU 1,200만 추정



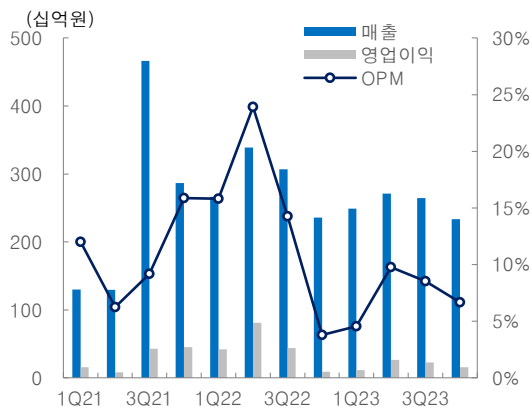
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 7. 픽코마 매출 성장 추이 및 전망



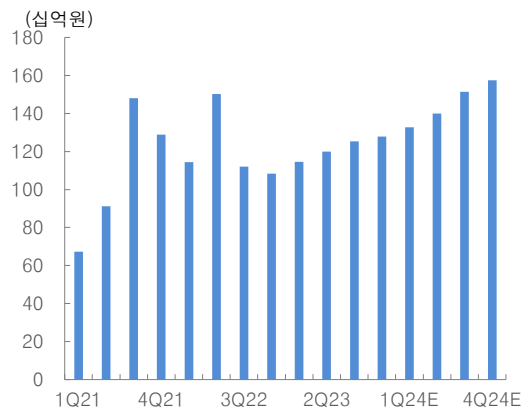
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 8. 게임즈 실적 성장 추이 및 전망



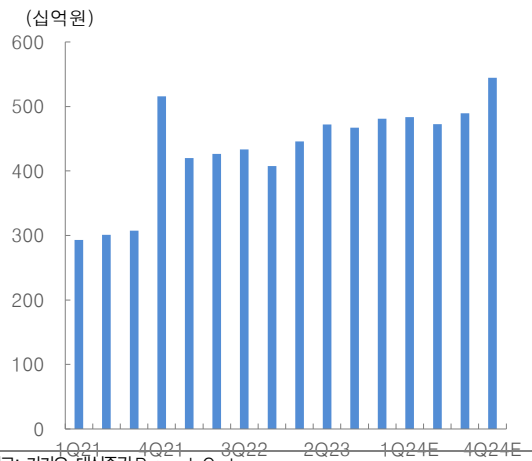
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

그림 9. 마케팅비 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 10. 인건비 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,137	7,107	8,188	9,414	10,003
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,137	7,107	8,188	9,414	10,003
판매비용포함비	5,542	6,527	7,701	8,789	9,280
영업이익	595	580	487	626	723
영업이익률	9.7	8.2	5.9	6.6	7.2
EBITDA	968	1,162	1,003	1,154	1,255
영업외손익	1,699	724	-8	7	7
관계기업손익	510	-58	9	21	21
금융수익	178	343	252	223	223
외환평가이익	6	9	7	7	7
금융비용	-315	-463	-224	-231	-231
외환평가손실	39	82	70	70	70
기타	1,326	902	-46	-6	-6
법인세비용차감전순이익	2,294	1,304	478	633	729
법인세비용	-648	-242	-184	-152	-175
계속사업순이익	1,646	1,063	295	481	554
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,646	1,063	295	481	554
당기순이익률	26.8	15.0	3.6	5.1	5.5
비재계분순이익	254	-290	29	102	118
재계분순이익	1,392	1,353	266	378	436
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	43	-173	-173	-173	-173
포괄손익이익	2,078	-668	-1,436	-1,250	-1,176
비재계분포괄이익	387	-400	-139	-266	-251
재계분포괄이익	1,691	-269	-1,297	-984	-926

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,132	3,037	599	852	983
PER	35.9	17.5	96.9	68.1	59.0
BPS	22,465	22,442	23,031	23,853	24,776
PBR	5.0	2.4	2.6	2.5	2.4
EBITDAPS	2,178	2,608	2,256	2,599	2,827
EV/EBITDA	52.1	21.3	27.6	23.6	21.2
SPS	13,807	15,954	18,421	21,206	22,532
PSR	8.1	3.3	3.3	2.8	2.7
CFPS	2,361	2,590	1,476	1,853	2,080
DPS	53	60	60	60	60

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	47.6	15.8	15.2	15.0	6.3
영업이익 증/감	30.5	-2.5	-16.1	28.6	15.5
순이익 증/감	849.6	-35.5	-72.3	63.1	15.3
수익성					
ROIC	9.8	8.1	5.1	8.0	9.3
ROA	3.4	2.5	2.1	2.7	3.1
ROE	17.1	13.5	2.6	3.6	4.0
안정성					
부채비율	67.6	69.7	66.8	63.5	60.4
순차입금비율	-24.4	-17.8	-20.4	-23.7	-27.5
이자보상배율	15.1	5.3	0.0	0.0	0.0

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

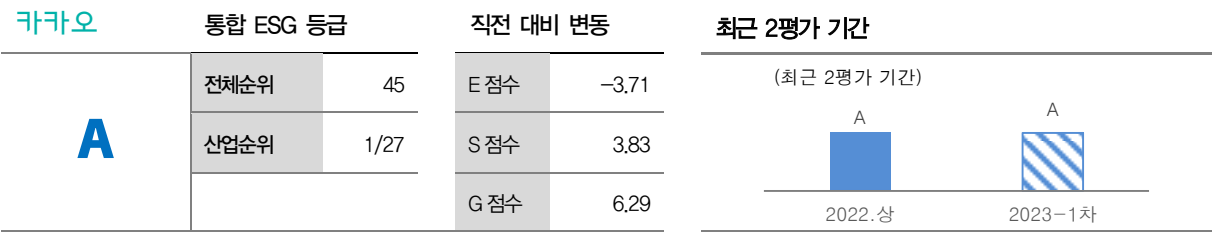
재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,102	7,756	8,056	8,553	9,164
현금및현금성자산	5,232	4,780	4,989	5,382	5,944
매출채권 및 기타채권	663	772	839	915	952
재고자산	92	160	185	212	226
기타유동자산	2,116	2,043	2,043	2,043	2,043
비유동자산	13,712	14,451	14,295	14,126	13,954
유형자산	555	885	980	1,042	1,084
관계기업투자금	3,216	2,652	2,573	2,495	2,416
기타비유동자산	9,941	10,914	10,742	10,589	10,454
자산총계	22,780	22,963	23,108	23,436	23,875
유동부채	5,246	4,706	4,520	4,366	4,245
매입채무 및 기타채무	1,556	1,642	1,656	1,673	1,680
차입금	896	1,055	758	461	164
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2,793	2,009	2,106	2,233	2,400
비유동부채	2,885	3,844	3,849	3,855	3,860
차입금	55	715	715	715	715
전환증권	498	461	461	461	461
기타비유동부채	2,332	2,668	2,673	2,679	2,684
부채총계	9,190	9,432	9,251	9,103	8,987
자본지분	9,984	9,997	10,237	10,589	10,999
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	7,781	8,116	8,116	8,116	8,116
이익잉여금	1,710	3,046	3,286	3,639	4,049
기타자본변동	449	-1,210	-1,210	-1,210	-1,210
비재계분	3,606	3,535	3,619	3,744	3,889
자본총계	13,590	13,532	13,856	14,333	14,888
순차입금	-3,311	-2,411	-2,826	-3,395	-4,093

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,307	678	70	258	381
당기순이익	0	0	295	481	554
비현금항목의 가감	-597	91	361	342	369
감가상각비	373	581	516	528	532
외환손익	-1	-40	64	64	64
자본법정평가손익	-510	58	58	58	58
기타	-459	-508	-276	-308	-285
자산부채의 증감	-209	-460	-459	-469	-424
기타현금흐름	2,112	1,048	-128	-96	-119
투자활동 현금흐름	-3,341	-1,574	-1,285	-1,285	-1,285
투자자산	-822	-482	79	79	79
유형자산	-213	-439	-439	-439	-439
기타	-2,306	-654	-925	-925	-925
재무활동 현금흐름	4,441	412	-392	-392	-392
단기차입금	728	-297	-297	-297	-297
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	512	710	0	0	0
유상증자	97	91	0	0	0
현금배당	-13	-23	-26	-26	-26
기타	3,117	-69	-69	-69	-69
현금의 증감	2,431	-490	153	393	562
기초 현금	2,894	5,326	4,836	4,989	5,382
기말 현금	5,326	4,836	4,989	5,382	5,944
NOPLAT	427	473	300	476	549
FCF	507	511	363	551	629

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음



[Compliance Notice]

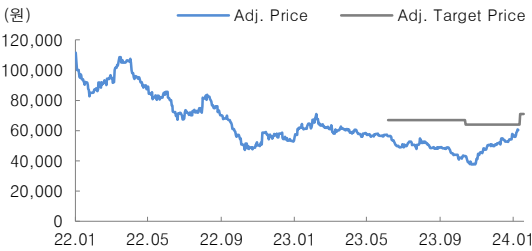
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

카카오(035720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	2401.15	23.12.02	23.11.27	23.11.10	23.10.16	23.08.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	64,000	64,000	64,000	64,000	67,000
과다율(평균%)		(23.74)	(30.69)	(31.96)	(36.44)	(26.32)
과다율(최대/최소%)		(5.00)	(20.16)	(21.09)	(28.67)	(15.52)
제시일자	23.06.09					
투자의견	Buy					
목표주가	67,000					
과다율(평균%)	(23.42)					
과다율(최대/최소%)	(15.52)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240110)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	91.1%	8.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상