



카카오 (035720)

1분기 실적 후 지켜볼 관건은

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 72,000원

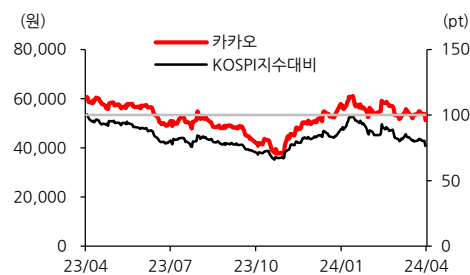
현재 주가(4/3)	51,000 원
상승여력	▲41.2%
시가총액	227,028 억원
발행주식수	445,153 천주
52 주 최고가 / 최저가	61,100 / 37,600 원
90 일 일평균 거래대금	956.57 억원
외국인 지분율	28.1%
주주 구성	
김범수 (외 93 인)	24.1%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.3	-9.9	16.0	-15.3
상대수익률(KOSPI)	-6.8	-13.7	6.2	-24.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,107	7,557	8,526	9,485
영업이익	580	461	659	839
EBITDA	1,162	1,222	1,391	1,457
지배주주순이익	1,353	-1,013	404	650
EPS	3,123	-2,340	934	1,502
순차입금	-1,846	-2,496	-3,973	-4,826
PER	17.0	-23.2	54.6	33.9
PBR	2.4	2.5	2.0	1.9
EV/EBITDA	18.8	17.7	13.5	12.3
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	13.5	-10.2	3.8	5.5

주가 추이



동사의 1Q24 실적은 시장 기대치를 하회한 것으로 추정합니다. 1분기 실적 부진에 따라 주가 모멘텀이 약해질 수 있지만, 2분기부터 견조한 본업과 자회사 실적 반등으로 인한 점진적인 이익 성장이 예상됩니다.

1Q24 실적은 시장 기대치 하회 추정

동사의 1Q24 실적으로 매출액 1.97조 원, 영업이익 1207억 원을 추정한다. 모빌리티와 커머스 매출의 순액인식 변경 회계조정으로 인해 기존 전망 대비 하향된 숫자다. 특비즈 매출액은 YoY 7.2% 성장할 것으로 전망한다. 광고 비수기 진입에 따라 비즈보드 매출은 소폭 부진하겠지만 마진이 높은 메시지 광고는 두자릿수 성장한 것으로 파악된다. 스토리 매출액은 YoY 7.1% 증가한 것으로 추정하는데, ARPPU와 이용자 지표가 동반 상승세를 보이는 가운데 효율화 작업을 마무리한 북미 지역의 매출 성장세도 유지되는 것으로 파악된다. 인건비는 QoQ 4% 증가를 추정, 매출 대비 마케팅비 비중은 5.2%를 예상한다.

확보된 DAU에 광고 매출 불고 손실 축소는 지속되고

1분기 실적발표 이후 초점은 1) 광고 매출 성장과 2) 본업+자회사의 강도높은 비용 통제 효과가 어느정도 나타나는가에 있다. 우리는 동사의 1, 2분기 OP 성장률을 각각 92.7%, 30.8%로 전망한다. 1) 현재 1탑 비즈보드 판매율은 50%, 할인율 20%로 파악되는데, 확보된 DAU 기반 CPT 매출의 성장속도는 분기마다 가팔라질 것으로 예상한다. 현재 과금구조가 없는 오픈채팅 인벤토리의 수익화도 매출에 기여될 것이다. 2) 분기마다 손실폭을 줄이고있는 자회사들의 이익 개선세도 지속될 것으로 예상한다. 가장 손실규모가 큰 엔터프라이즈법인 인건비의 추가 감축이 가능하다. 구조조정 관련 일회성 비용이 제거되고 고정비는 낮아졌기에 탑라인 성장이 이익성장으로 이어질 것으로 기대된다.

목표주가 7만 2천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 7만 2천 원으로 하향한다. 회계조정 변경을 반영해 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 4% 하향했다. 1분기 실적 부진에 따라 주가 모멘텀이 약해질 수 있지만, 2분기부터 견조한 본업과 자회사 실적 반등으로 인한 점진적인 이익 성장이 예상된다. 여기에 광고 업황까지 회복된다면 탄력도는 더욱 강할 것으로 전망한다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,624	1,923	2,011	1,998	1,972	2,093	2,167	2,296	6,799	7,557	8,526	9,485
YoY (%)	2.7	10.4	12.9	17.9	21.4	8.8	7.7	14.9	10.8	11.1	12.8	11.2
플랫폼부문	848	869	880	957	951	970	995	1042	3,463	3,554	3,958	4,304
특비즈	485	480	479	538	520	531	553	585	1,902	1,982	2,188	2,431
포털비즈	84	89	83	88	89	90	88	89	424	344	356	344
플랫폼기타	280	300	317	331	343	349	354	368	1,137	1,228	1,414	1,530
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,042	1,020	1,123	1,171	1,254	3,336	4,002	4,568	5,181
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	99	87	107	115	117	412	347	425	527
YOY 성장률												
플랫폼부문	4%	2%	-3%	8%	12%	12%	13%	9%	7%	3%	11%	9%
특비즈	5%	6%	3%	3%	7%	10%	15%	9%	16%	4%	10%	11%
포털비즈	-27%	-13%	-24%	-10%	6%	1%	6%	1%	-14%	-19%	3%	-3%
플랫폼기타	16%	2%	-4%	23%	23%	16%	12%	11%	3%	8%	15%	8%
콘텐츠부문	1%	18%	30%	29%	32%	7%	4%	20%	15%	20%	14%	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%	-21%	28%	45%	7%	18%	24%	-16%	22%	24%
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,851	1,945	1,987	2,085	6,230	7,096	7,868	8,646
YoY (%)	9.1	15.1	15.6	15.2	18.6	7.4	5.3	13.5	12.4	13.9	10.9	9.9
인건비	448	472	468	472	491	497	507	525	1,701	1,860	2,019	2,159
매출연동비	642	780	849	714	730	816	830	872	2,654	2,986	3,248	3,604
외주/인프라	174	205	199	257	253	248	260	281	684	835	1,043	1,146
마케팅비	97	100	105	104	102	110	112	118	417	406	442	484
상각비	150	192	198	210	206	211	213	216	580	751	846	940
기타	45	53	59	72	69	63	65	73	180	228	270	313
영업이익	62.6	113.1	124.3	160.7	120.7	147.9	179.5	210.6	569	461	659	839
YoY (%)	-58.6	-33.5	-16.4	61.2	92.7	30.8	44.4	31.1	-4.6	-19.1	43.0	27.4
영업이익률(%)	3.9	5.9	6.2	8.0	6.1	7.1	8.3	9.2	8.4	6.1	7.7	8.8
당기순이익	63.8	56.0	49.5	-198.6	58.9	80.9	132.6	131.6	1063	-1816	404	650
YoY (%)	-95	-45	-64	흑전	-8	44	168	-107	-35.5	-270.9	-122.2	60.9
순이익률(%)	3.9	2.9	2.5	-99.4	3.0	3.9	6.1	5.7	15.6	-24.0	4.7	6.9

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원,배)

구분		비고
포털 적정가치	1,023	순이익률 25% 가정 글로벌 포털 평균 PER에 30% 할인
24E 매출액	356	
24E 순이익	89	
Target PER(배)	11.5	
특비즈 적정가치	14,005	순이익률 40% 가정 Tencent와 Meta PER 평균에 20% 할인
24E 매출액	2,188	
24E 순이익	875	
Target PER(배)	16.0	
게임즈 지분가치	472	시가총액에 40% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	3,133	최근 투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
기업가치	5,439	
지분율	58%	
재팬(픽코마) 지분가치	4,088	투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
기업가치	5,600	
지분율	73%	
뱅크 지분가치	728	시가총액에 40% 할인
기업가치	2,274	
지분율	32%	
페이 지분가치	1,550	시가총액에 40% 할인
기업가치	3,236	
지분율	48%	
카카오엔터 지분가치	5,205	최근 유상증자 시점 가치에 30% 할인 적용
기업가치	7,700	
지분율	68%	
카카오엔터프라이즈 지분가치	1,361	최근 투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
기업가치	1,600	
지분율	85%	
적정 기업가치	31,565	
발행 주식 수(천 주)	437,777	
적정 주가(원)	72,102	
목표 주가(원)	72,000	
현재 주가(원)	51,000	
상승 여력	41.2%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,137	7,107	7,557	8,526	9,485
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	595	580	461	659	839
EBITDA	968	1,162	1,222	1,391	1,457
순이자손익	36	69	57	-506	-501
외화관련손익	0	-26	-4	0	0
지분법손익	2,172	1,603	-135	200	320
세전계속사업손익	2,294	1,304	-1,648	505	813
당기순이익	1,646	1,063	-1,816	404	650
지배주주순이익	1,392	1,353	-1,013	404	650
증가율(%)					
매출액	47.6	15.8	6.3	12.8	11.2
영업이익	30.5	-2.5	-20.6	42.9	27.4
EBITDA	34.0	20.0	5.1	13.9	4.7
순이익	849.6	-35.5	적전	흑전	60.9
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	9.7	8.2	6.1	7.7	8.8
EBITDA 이익률	15.8	16.3	16.2	16.3	15.4
세전이익률	37.4	18.4	-21.8	5.9	8.6
순이익률	26.8	15.0	-24.0	4.7	6.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,307	678	479	1,887	1,180
당기순이익	1,646	1,063	-1,817	404	650
자산상각비	373	581	761	733	618
운전자본증감	-209	-460	0	-405	192
매출채권 감소(증가)	-20	-69	-108	-522	-163
재고자산 감소(증가)	-11	-73	43	-79	-21
매입채무 증가(감소)	458	64	364	195	376
투자현금흐름	-3,341	-1,574	-583	-458	-379
유형자산처분(취득)	-213	-439	-428	-300	-334
무형자산 감소(증가)	-76	-91	-135	-169	-169
투자자산 감소(증가)	-1,158	-75	227	-70	-73
재무현금흐름	4,441	412	592	-22	-22
차입금의 증가(감소)	1,134	265	-75	0	0
자본의 증가(감소)	52	50	668	-22	-22
배당금의 지급	-13	-23	-23	-22	-22
총현금흐름	1,049	1,154	479	2,292	988
(-)운전자본증감(감소)	-563	400	-754	405	-192
(-)설비투자	216	453	441	300	334
(+)자산매각	-73	-76	-123	-169	-169
Free Cash Flow	1,323	224	670	1,417	677
(-)기타투자	2,666	1,030	1,001	-82	-197
잉여현금	-1,343	-806	-331	1,499	874
NOPLAT	427	473	334	527	671
(+) Dep	373	581	761	733	618
(-)운전자본투자	-563	400	-754	405	-192
(-)Capex	216	453	441	300	334
OpFCF	1,147	201	1,408	554	1,148

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,102	7,756	8,943	11,049	12,115
현금성자산	6,860	6,022	6,998	8,476	9,329
매출채권	663	772	1,134	1,656	1,819
재고자산	92	160	139	217	239
비유동자산	13,712	14,181	15,002	14,857	14,865
투자자산	6,665	7,273	7,992	8,110	8,233
유형자산	555	885	1,322	1,012	852
무형자산	6,348	6,022	5,689	5,735	5,780
자산총계	22,780	22,694	25,092	27,100	28,221
유동부채	5,246	4,706	6,245	6,468	6,874
매입채무	1,556	1,642	3,623	3,818	4,194
유동성이자부채	1,983	1,351	1,925	1,925	1,925
비유동부채	2,885	3,844	3,737	3,775	3,814
비유동이자부채	1,871	2,825	2,577	2,577	2,577
부채총계	9,190	9,432	11,321	11,637	12,138
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	7,781	8,116	8,840	8,840	8,840
이익잉여금	1,710	3,046	1,922	2,305	2,933
자본조정	449	-1,210	-1,043	379	379
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	13,590	13,532	13,859	15,663	16,292

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,122	3,123	-2,340	934	1,502
BPS	22,391	22,444	21,948	26,005	27,418
DPS	53	50	50	50	50
CFPS	2,353	2,590	1,077	5,152	2,221
ROA(%)	8.0	6.0	-4.2	1.5	2.4
ROE(%)	17.1	13.5	-10.2	3.8	5.5
ROIC(%)	10.2	7.4	5.0	8.1	10.3
Multiples(x, %)					
PER	36.0	17.0	-23.2	54.6	33.9
PBR	5.0	2.4	2.5	2.0	1.9
PSR	8.2	3.3	3.2	2.7	2.4
PCR	47.8	20.5	50.4	9.9	23.0
EV/EBITDA	48.7	18.8	17.7	13.5	12.3
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	67.6	69.7	81.7	74.3	74.5
Net debt/Equity	-22.1	-13.6	-18.0	-25.4	-29.6
Net debt/EBITDA	-310.5	-158.9	-204.3	-285.6	-331.1
유동비율	154.4	164.8	143.2	170.8	176.2
이자보상배율(배)	15.1	5.3	2.8	1.0	1.3
자산구조(%)					
투하자본	30.0	34.3	29.9	28.5	26.7
현금+투자자산	70.0	65.7	70.1	71.5	73.3
자본구조(%)					
차입금	22.1	23.6	24.5	22.3	21.7
자기자본	77.9	76.4	75.5	77.7	78.3

[Compliance Notice]

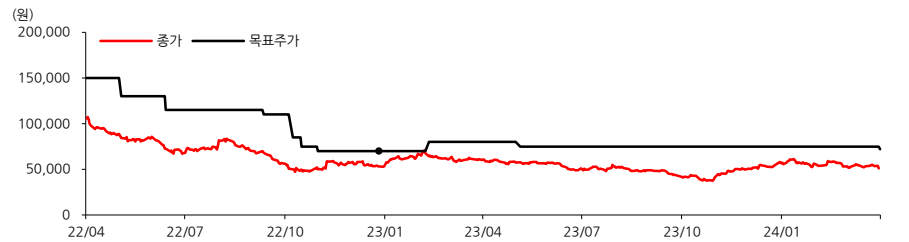
(공표일: 2024년 4월 4일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.04.07	2022.05.06	2022.05.24	2022.06.16	2022.07.20
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		150,000	130,000	130,000	115,000	115,000
일 시	2022.08.04	2022.09.14	2022.10.11	2022.10.19	2022.11.03	2022.11.17
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	115,000	110,000	85,000	75,000	70,000	70,000
일 시	2022.11.25	2023.01.05	2023.02.13	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	70,000	70,000	80,000	80,000	80,000	75,000
일 시	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.09	2024.02.16	2024.03.12	2024.03.29
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2024.04.04					
투자 의견	Buy					
목표 가격	72,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-31.48	-18.53
2024.04.04	Buy	72,000		

[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: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%