



# 카카오 (035720)

이익 개선은 되는데 모멘텀이 부족

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 72,000원

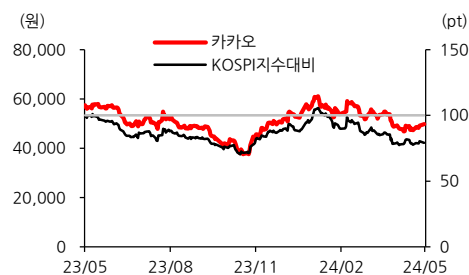
현재 주가(5/9)	48,600 원
상승여력	▲48.1%
시가총액	216,389 억원
발행주식수	445,244 천주
52 주 최고가 / 최저가	61,100 / 37,600 원
90 일 일평균 거래대금	760.88 억원
외국인 지분율	28.0%
주주 구성	
김범수 (외 93 인)	24.1%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.3	-10.0	6.6	-15.5
상대수익률(KOSPI)	-1.6	-13.5	-5.2	-23.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,799	7,557	8,566	9,461
영업이익	569	461	649	790
EBITDA	1,151	1,222	1,385	1,415
지배주주순이익	1,358	-1,013	404	611
EPS	3,134	-2,340	934	1,411
순차입금	-1,821	-2,496	-3,961	-4,768
PER	16.9	-23.2	52.0	34.4
PBR	2.4	2.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	19.0	17.7	12.8	11.9
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	13.6	-10.3	3.8	5.1

## 주가 추이



동사의 1분기 실적은 컨센서스에 부합했습니다. 하반기 갈수록 견조한 본업 성장으로 인해 점진적인 이익 성장이 예상됩니다. 다만 높은 밸류에이션을 정당화시키는 신규 모멘텀들이 부재해 주가 상승 탄력도는 약할 것으로 예상합니다.

## 1Q24 실적은 시장 기대치 부합

동사의 1Q24 실적은 매출액 1.98조 원, 영업이익 1203억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. 특비즈 매출액은 YoY 7.7% 증가했다. 광고 비수기에도 금융/커머스 광고주 확대에 비즈니스 메시지 매출이 YoY 14%, 친구탭 CPT 매출 확대에 비즈보드 매출은 YoY 11% 증가했다. 스토리 매출액은 YoY 0.7% 감소했다. 픽코마의 거래액 증가에도 불구하고 엔저 영향으로 인한 매출 감소가 나타났다. 인건비는 전분기 수준을 유지했고, 마케팅비는 효율적인 집행 기조하에 QoQ 14% 감소했다. 외주/인프라비는 SM 관련 지급수수로 계정 변환에 따른 일회성 요인이 반영된 전분기 대비 21% 감소했다.

## 종속회사+뉴이니셔티브 이익 개선이 관건

우리는 2분기 영업이익으로 1467억 원(QoQ 22%)을 전망한다. 증익의 초점은 광고 매출 성장과 본업+자회사의 강도 높은 비용 통제 효과가 어느 정도 나타나느냐에 있다. 1) 투자릿수 이상의 성장세를 보여주는 메시지광고는 광고주 확대에 시장 성장을 상회하는 성과가 지속될 것으로 전망한다. 친구탭의 확보된 DAU 기반 CPT 매출의 성장속도도 가팔라질 것으로 예상된다. 2) 다만 뉴이니셔티브 손실규모는 1분기 약 -570억원으로 전분기 대비 적자폭이 확대됐다. 브레인의 생성AI 모델 트레이닝 관련 투자는 지속될 것으로 예상해 2분기에도 유의미한 이익 개선 시그널은 아직 확인하기 어렵다고 판단한다.

## 투자의견 BUY와 목표주가 7만 2천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 하반기로 갈수록 점진적인 이익 성장이 예상된다. 여기에 광고 업황까지 회복된다면 탄력도는 더욱 강할 수 있다. 다만 높은 밸류에이션을 정당화시키는 신규 모멘텀들이 부재해 주가 상승 탄력도는 약할 것으로 예상된다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,624	1,923	2,011	1,997	1,988	2,109	2,176	2,292	6,799	7,556	8,566	9,461
YoY (%)	2.7	10.4	12.9	17.9	22.5	9.6	8.2	14.8	10.8	11.1	13.4	10.5
플랫폼부문	848	869	880	957	955	984	1002	1036	3,463	3,554	3,976	4,267
특비즈	485	480	479	538	522	545	560	579	1,902	1,982	2,206	2,393
포털비즈	84	89	83	88	85	90	88	89	424	344	352	344
플랫폼기타	280	300	317	331	348	349	354	367	1,137	1,228	1,418	1,530
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,041	1,034	1,125	1,174	1,257	3,336	4,002	4,589	5,195
뮤직	232	481	513	498	468	475	478	541	894	1,724	1,963	2,123
스토리	229	231	249	213	227	260	277	294	921	922	1,058	1,211
게임	247	269	262	231	243	281	302	302	1,110	1,009	1,127	1,320
미디어	68	73	107	99	95	109	117	120	412	347	441	541
YOY 성장률												
플랫폼부문	4%	2%	-3%	8%	13%	13%	14%	8%	7%	3%	12%	7%
특비즈	5%	6%	3%	3%	8%	13%	17%	8%	16%	4%	11%	8%
포털비즈	-27%	-13%	-24%	-10%	1%	1%	6%	1%	-14%	-19%	2%	-2%
플랫폼기타	16%	2%	-4%	23%	24%	16%	12%	11%	3%	8%	15%	8%
콘텐츠부문	1%	18%	30%	29%	33%	7%	4%	21%	15%	20%	15%	13%
뮤직	13%	130%	105%	116%	102%	-1%	-7%	9%	16%	93%	14%	8%
스토리	-5%	1%	8%	-4%	-1%	13%	11%	38%	16%	0%	15%	14%
게임	1%	-20%	-12%	0%	-2%	5%	15%	31%	11%	-9%	12%	17%
미디어	-10%	-38%	14%	-21%	41%	48%	10%	21%	24%	-16%	27%	23%
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,962	2,016	2,070	6,230	7,096	7,917	8,671
YoY (%)	9.1	15.1	15.6	15.2	19.7	8.4	6.9	12.7	12.4	13.9	11.6	9.5
인건비	448	472	468	472	479	484	494	512	1,701	1,860	1,969	2,105
매출연동비	642	780	849	714	820	844	871	871	2,654	2,986	3,405	3,687
외주/인프라	174	205	199	257	202	250	261	281	684	835	994	1,143
마케팅비	97	100	105	104	89	110	112	118	417	406	429	484
상각비	150	192	198	210	198	211	213	216	580	751	838	940
기타	45	53	59	72	62	63	65	73	180	228	264	312
영업이익	62.6	113.1	124.3	159.8	120.3	146.7	159.8	222.2	569	460	649	790
YoY (%)	-58.6	-33.5	-16.4	60.4	92.1	29.7	28.5	39.0	-4.6	-19.2	41.1	21.8
영업이익률(%)	3.9	5.9	6.2	8.0	6.0	7.0	7.3	9.7	8.4	6.1	7.6	8.4
당기순이익	8.3	54.8	36.9	-1917	67.7	80.0	116.8	140.9	1063	-1816	404	611
YoY (%)	-99	-46	-73	적지	712	46	217	-107	-35.5	-270.9	-122.3	51.0
순이익률(%)	0.5	2.8	1.8	-96.0	3.4	3.8	5.4	6.1	15.6	-24.0	4.7	6.5

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
포털 적정가치	1,012	
24E 매출액	352	
24E 순이익	88	순이익률 25% 가정
Target PER(배)	11.5	글로벌 포털 평균 PER에 30% 할인
특비즈 적정가치	14,120	
24E 매출액	2,206	
24E 순이익	882	순이익률 40% 가정
Target PER(배)	16.0	Tencent와 Meta PER 평균에 20% 할인
게임즈 지분가치	472	시가총액에 40% 할인 적용
지분율	46%	
모빌리티 지분가치	3,133	
기업가치	5,439	최근 투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	58%	
재팬(픽코마) 지분가치	4,088	
기업가치	5,600	투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	73%	
뱅크 지분가치	728	
기업가치	2,274	시가총액에 40% 할인
지분율	32%	
페이 지분가치	1,550	
기업가치	3,236	시가총액에 40% 할인
지분율	48%	
카카오엔터 지분가치	5,205	
기업가치	7,700	최근 유상증자 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	68%	
카카오엔터프라이즈 지분가치	1,361	
기업가치	1,600	최근 투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	85%	
적정 기업가치	31,668	
발행 주식 수(천 주)	437,777	
적정 주가(원)	72,339	
목표 주가(원)	72,000	
현재 주가(원)	48,600	
상승 여력	48.1%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,911	6,799	7,557	8,566	9,461
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	588	569	461	649	790
EBITDA	961	1,151	1,222	1,385	1,415
순이자손익	36	69	57	-506	-501
외화관련손익	0	-26	-4	0	0
지분법손익	2,172	1,603	-135	200	320
세전계속사업손익	2,287	1,269	-1,648	505	763
당기순이익	1,640	1,067	-1,816	404	611
지배주주순이익	1,387	1,358	-1,013	404	611
증가율(%)					
매출액	45.2	15.0	11.2	13.3	10.5
영업이익	30.5	-3.1	-19.1	40.8	21.8
EBITDA	34.0	19.8	6.1	13.4	2.2
순이익	870.8	-35.0	격전	흑전	51.0
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	9.9	8.4	6.1	7.6	8.4
EBITDA 이익률	16.3	16.9	16.2	16.2	15.0
세전이익률	38.7	18.7	-21.8	5.9	8.1
순이익률	27.8	15.7	-24.0	4.7	6.5

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,307	678	291	1,888	1,147
당기순이익	1,640	1,067	-1,817	404	611
자산상각비	373	581	761	736	625
운전자본증감	-209	-460	0	-408	191
매출채권 감소(증가)	-20	-69	-108	-520	-162
재고자산 감소(증가)	-11	-73	43	-79	-21
매입채무 증가(감소)	458	64	364	190	374
투자현금흐름	-3,341	-1,574	-395	-471	-391
유형자산처분(취득)	-213	-439	-431	-313	-346
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	667	-22	-22
배당금의 지급	-13	-23	-23	-22	-22
총현금흐름	1,051	1,193	291	2,296	955
(-)운전자본증감(감소)	-570	390	-717	408	-191
(-)설비투자	216	453	443	313	346
(+)자산매각	-73	-76	-123	-169	-169
Free Cash Flow	1,331	275	443	1,405	631
(-)기타투자	2,673	1,041	773	-82	-197
잉여현금	-1,341	-766	-331	1,487	829
NOPLAT	422	479	334	519	632
(+) Dep	373	581	761	736	625
(-)운전자본투자	-570	390	-717	408	-191
(-)Capex	216	453	443	313	346
OpFCF	1,149	218	1,369	534	1,103

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,102	7,756	8,943	11,035	12,053
현금성자산	6,860	6,022	6,998	8,464	9,271
매출채권	663	772	1,134	1,654	1,816
재고자산	92	160	139	217	238
비유동자산	13,717	14,371	15,002	14,867	14,879
투자자산	6,670	7,464	7,992	8,110	8,233
유형자산	555	885	1,322	1,022	866
무형자산	6,348	6,022	5,689	5,735	5,780
자산총계	22,785	22,884	25,092	27,094	28,174
유동부채	5,273	4,768	6,245	6,463	6,866
매입채무	1,556	1,642	3,623	3,812	4,186
유동성이자부채	1,983	1,376	1,925	1,925	1,925
비유동부채	2,885	3,798	3,737	3,775	3,814
비유동이자부채	1,871	2,825	2,577	2,577	2,577
부채총계	9,216	9,448	11,321	11,631	12,130
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	7,782	8,116	8,840	8,840	8,840
이익잉여금	1,689	3,031	1,922	2,305	2,894
자본조정	449	-1,209	-1,043	379	379
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	13,568	13,516	13,859	15,663	16,252

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,111	3,134	-2,340	934	1,411
BPS	22,347	22,414	21,948	26,006	27,330
DPS	53	50	50	50	50
CFPS	2,356	2,679	655	5,160	2,147
ROA(%)	8.0	5.9	-4.2	1.5	2.2
ROE(%)	17.1	13.6	-10.3	3.8	5.1
ROIC(%)	10.1	7.4	4.9	8.0	9.7
Multiples(x, %)					
PER	36.2	16.9	-23.2	52.0	34.4
PBR	5.0	2.4	2.5	1.9	1.8
PSR	8.5	3.5	3.2	2.5	2.3
PCR	47.7	19.8	82.9	9.4	22.6
EV/EBITDA	49.1	19.0	17.7	12.8	11.9
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	67.9	69.9	81.7	74.3	74.6
Net debt/Equity	-22.2	-13.5	-18.0	-25.3	-29.3
Net debt/EBITDA	-312.7	-158.2	-204.3	-286.0	-336.9
유동비율	153.7	162.7	143.2	170.7	175.6
이자보상배율(배)	14.9	5.2	2.8	1.0	1.3
자산구조(%)					
투하자본	29.9	34.6	29.9	28.5	26.8
현금+투자자산	70.1	65.4	70.1	71.5	73.2
자본구조(%)					
차입금	22.1	23.7	24.5	22.3	21.7
자기자본	77.9	76.3	75.5	77.7	78.3

[ Compliance Notice ]

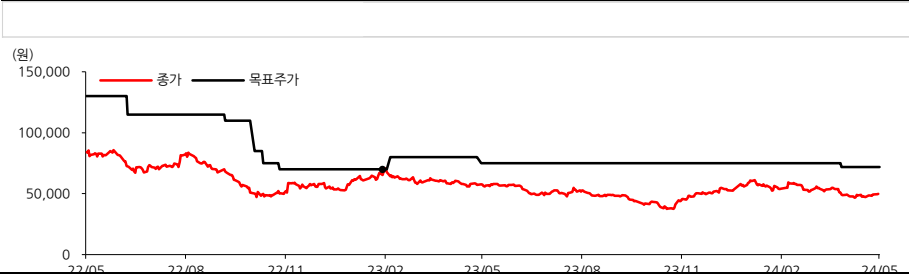
(공표일: 2024년 5월 10일)

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 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 카카오의 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2022.05.24	2022.06.16	2022.07.20	2022.08.04	2022.09.14
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		130,000	115,000	115,000	115,000	110,000
일시	2022.10.11	2022.10.19	2022.11.03	2022.11.17	2022.11.25	2023.01.05
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	75,000	70,000	70,000	70,000	70,000
일시	2023.02.13	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	75,000	75,000	75,000
일시	2024.01.09	2024.02.16	2024.03.12	2024.03.29	2024.04.04	2024.05.10
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	75,000	75,000	75,000	72,000	72,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-31.49	-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 추정치에 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%