

2024. 2. 16



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

hara.kang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 83,000 원

현재주가 (2.15) 59,200 원

상승여력 40.2%

KOSPI 2,613.80pt

시가총액 263,439억원

발행주식수 44,500만주

유동주식비율 74.36%

외국인비중 27.25%

52주 최고/최저가 64,200원/37,600원

평균거래대금 1,004.1억원

주요주주(%)

김범수 외 92 인 24.14

MAXIMO PTE 6.29

국민연금공단 5.41

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.1 16.8 -6.9

상대주가 -6.4 14.8 -13.5

주가그래프



카카오 035720

탑라인 성장과 비용 컨트롤 효과 극대화

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 1,892억원으로 기대치 크게 상회
- ✓ 발표된 상장 자회사 실적 부진했으나 핵심 이익이 이를 크게 상회
- ✓ 광고 턴어라운드 명확하고 비용 통제 효과 확인 가능했던 실적
- ✓ 2024년 추정치 상향 반영하여 적정주가 83,000원으로 상향
- ✓ 금리와 실적 모두 주가에 우호적. 동사의 상대적 강세 지속 전망

탑라인 회복과 비용 통제 효과 확인할 수 있었던 실적

카카오의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 2조 1,711억원(+22.4% YoY 이하 동일)과 1,892억원(+88.6%)으로 서프라이즈를 기록했다. 게임즈/페이/에스엠 고려 시 비용 통제 효과가 뚜렷했다. 당사가 추정한 핵심 영업이익(상장 자회사 제외)은 1,526억원(+37%)이었으나 2,015억원(+80%)에 달했다. 별도 영업이익은 1,971억원을 기록, 예상을 400억원 상회했다. 이 중 120억원은 회계상 이익, 그 외는 영업 성과였다. 특채널은 연중 10% 중반의 양호한 성장률을 기록한 데 반해 비즈보드는 부진했으나 연말 오픈채팅을 비롯하여 이용자 지표가 활성화되며 4분기 비즈보드는 12%를 기록, 본격 성장 전환하였다. 이와 같이 특비즈 회복이 예상보다 더 컸고, 약 200억원의 인센티브 환입 영향이 있었다. 구조조정 효과로 뉴이니셔티브 적자는 QoQ 214억원 개선된 -414억원을 기록했고 상기 흐름은 2024년 유효하다.

반면, SM을 포함하여 영업권 및 PPA 손상이 약 1.7조원 반영되며 부진한 순이익을 기록했다. 순이익이 아쉬우나 손상 중심이었던 카카오엔터의 자회사와 SM엔터 관련 무형자산의 추가 손상 가능성은 크게 낮아졌다. (카캠 제외)

탑라인 성장과 비용 컨트롤 효과 극대화될 2024년. 적정주가 상향

4분기를 기점으로 카카오 핵심 영업이익은 확연한 턴어라운드 성공했고, 24년 분기당 약 1,500억원 내외의 이익을 예상한다. 실적 상향분을 반영하여 적정주가를 77,000원에서 83,000원으로 상향한다. 탑라인 성장 재개와 4분기 본격화된 비용 효율화 효과는 2024년 높은 이익 성장을 이끌며 23년 Meta 모습을 재현할 전망이다. 실적에 투자자 눈이 쏠리는 동안 동사는 AI 소프트웨어를 준비할 시간을 벌고 있다. 금리 인하 기대감 지연과 저PBR 포트폴리오 스윙칭으로 최근 주가는 하락했으나 시간이 해결해 줄 것으로 예상된다. 동사의 상대적 강세 지속을 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	6,136.7	594.9	1,392.2	3,132	835.8	22,391	35.9	5.0	52.1	17.1	67.6
2022	7,106.8	580.3	1,352.9	3,037	-35.6	22,444	17.5	2.4	21.3	13.5	69.7
2023P	8,114.8	514.1	-667.7	-1,501	적전	20,726	-33.5	2.4	19.4	-7.0	94.7
2024E	9,016.5	752.3	633.2	1,425	흑전	21,854	41.6	2.7	16.9	6.7	83.4
2025E	9,833.5	857.4	680.2	1,530	11.8	23,051	38.7	2.6	14.9	6.8	81.3

표1 카카오 4Q23 Review

(십억원)	4Q23P	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	2,171.1	1,774.1	22.4	2,154.1	0.8	2,214.7	-2.0	2,185.7	-0.7
영업이익	189.2	100.3	88.6	133.0	42.3	151.7	24.7	148.8	27.1
세전이익	-1,683.6	-928.5	적지	121.2	적전	139.6	N/A	-7.9	N/A
지배순이익	-835.6	-124.2	적지	28.4	적전	83.0	N/A	12.8	N/A

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

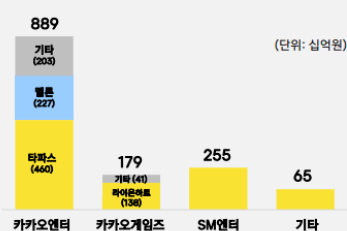
표2 카카오 적정주가 산출

(원)	비고
보정 EPS	1,395
적정배수(X)	59.2
적정주가	83,000
현재주가	59,200
상승여력(%)	40.2

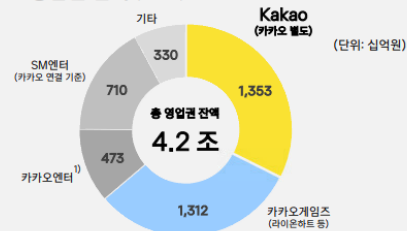
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 카카오 영업권 및 PPA 손상 내역

영업권 손상 (4Q23)

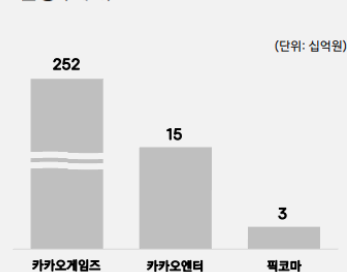


영업권 잔액 ('23 말)

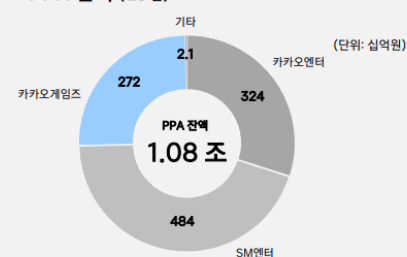


1) 손상 규모가 컸던 멜론, 타파스 영업권 잔액은 각각 46억원, 114억원에 불과

PPA 손상 (4Q23)



PPA 잔액 ('23 말)



자료: 카카오

표3 카카오 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2021	2022	2023P	2024E
매출 추정												
매출	1,652	1,822	1,859	1,774	1,740	2,042	2,161	2,171	6,137	7,107	8,115	9,016
플랫폼부문	890	933	984	958	965	987	1,023	1,122	3,241	3,765	4,096	4,547
특비즈	465	456	464	511	515	501	511	582	1,644	1,896	2,109	2,345
포털비즈	114	102	110	98	84	89	83	88	493	424	344	336
플랫폼 기타	311	375	410	349	366	396	429	452	1,104	1,445	1,642	1,865
콘텐츠부문	766	892	872	807	776	1,016	1,131	1,049	2,896	3,336	3,973	4,470
게임	246	337	296	231	247	231	262	231	999	1,110	971	1,007
뮤직	204	209	250	230	232	481	513	499	773	894	1,725	2,106
에스엠						240	266	250			960	1,059
스토리	240	228	231	222	229	231	249	213	792	921	922	965
미디어	75	118	94	125	68	73	107	107	333	412	355	393
% YoY												
매출	31.3	34.8	6.8	-0.7	5.4	12.1	16.3	22.4	47.6	15.8	14.2	11.1
플랫폼부문	28.0	22.5	26.3	-4.7	8.3	5.8	4.0	17.1	44.2	16.2	8.8	11.0
특비즈	24.5	16.7	14.6	7.6	10.8	10.0	10.1	13.8	43.1	15.3	11.2	11.2
포털비즈	-2.9	-18.2	-7.9	-25.1	-26.7	-12.6	-24.2	-10.1	3.0	-13.9	-18.8	-2.3
플랫폼 기타	52.1	52.4	60.9	-12.6	17.6	5.7	4.6	29.6	77.8	30.8	13.7	13.6
콘텐츠부문	36.1	51.0	-9.4	3.4	1.3	14.0	29.8	30.0	51.7	15.2	19.1	12.5
게임	88.7	162.0	-36.1	-16.6	0.6	-31.4	-11.5	-0.1	101.6	11.1	-12.5	3.7
뮤직	10.7	11.3	26.9	13.5	13.5	129.7	105.2	116.7	9.5	15.7	92.9	22.1
스토리	37.7	22.1	5.7	4.6	-4.9	1.5	7.7	-3.7	49.9	16.3	0.1	4.6
미디어	2.9	35.0	13.3	39.5	-9.7	-37.7	13.6	-14.5	84.8	23.7	-13.9	10.7
영업비용	1,493	1,651	1,708	1,674	1,671	1,930	2,021	1,982	5,542	6,527	7,604	8,264
% to sales	90.4	90.6	91.9	94.4	96.0	94.5	93.5	91.3	90.3	91.8	93.7	91.7
% YoY	35.7	38.8	8.6	-0.3	11.9	16.9	18.3	18.4	49.7	17.8	16.5	8.7
인건비	428	427	435	411	448	472	467	477	1,417	1,701	1,865	1,927
매출연동비	584	655	711	704	667	803	872	770	2,477	2,654	3,112	3,268
외주/인프라비	205	236	238	245	242	282	289	324	741	924	1,138	1,378
마케팅비	115	150	112	108	115	120	125	125	435	485	485	520
상각비	131	136	153	161	150	192	198	205	367	580	746	898
금융영업비용	1	4	11	-4	5	7	10	9	9	12	30	20
이익 추정												
영업이익	159	171	150	100	71	113	140	189	595	580	514	752
% YoY	0.7	5.2	-10.6	-5.9	-55.2	-33.7	-6.7	88.6	30.5	-2.5	-11.4	46.3
영업이익률(%)	9.6	9.4	8.1	5.7	4.1	5.6	6.5	8.7	9.7	8.2	6.3	8.3
별도	121	139	117	162	127	115	128	197	402	538	567	640
% YoY	57.3	43.1	20.9	22.8	5.4	-17.6	9.9	22.1	34.0	33.9	5.4	12.8
영업이익률(%)	105.8	136.1	106.2	165.0	152.3	128.3	154.0	223.9	81.6	126.9	164.8	190.2
자회사	38	32	34	-61	-56	-1	12	-8	193	42	-53	112
% YoY	-53.0	-51.4	-53.0	적지	적전	적전	-64.1	적지	23.8	-78.2	적전	흑전
영업이익률(%)	15.4	9.4	11.4	-26.5	-22.7	-0.6	4.6	-3.5	19.3	3.8	-5.5	11.2
상장 자회사 제외 OP	118	103	116	112	73	87	102	201	510	450	463	627
% YoY	-17.1	-33.6	-7.3	24.2	-38.1	-15.4	-12.1	80.3	31.1	-11.8	3.0	35.2

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	6,136.7	7,106.8	8,114.8	9,016.5	9,833.5
매출액증가율(%)	47.6	15.8	14.2	11.1	9.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,136.7	7,106.8	8,114.8	9,016.5	9,833.5
판매관리비	5,541.8	6,526.5	7,603.9	8,264.2	8,976.1
영업이익	594.9	580.3	514.1	752.3	857.4
영업이익률(%)	9.7	8.2	6.3	8.3	8.7
금융손익	-137.5	-120.4	48.8	-0.2	11.3
종속/관계기업손익	510.1	-57.6	-0.1	8.7	8.7
기타영업외손익	1,326.2	902.1	-1,932.4	101.4	91.4
세전계속사업이익	2,293.7	1,304.4	-1,369.7	862.2	968.7
법인세비용	647.5	241.8	118.5	208.9	238.6
당기순이익	1,646.2	1,062.6	-1,488.1	653.3	730.1
지배주주지분 순이익	1,392.2	1,352.9	-667.7	633.2	680.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,306.6	678.4	1,829.1	1,013.3	1,856.3
당기순이익(손실)	1,646.2	1,062.6	-1,488.1	653.3	730.1
유형자산상각비	237.8	377.7	462.7	556.6	584.3
무형자산상각비	135.4	203.8	283.6	341.2	358.2
운전자본의 증감	-209.0	-460.2	707.4	-537.8	183.7
투자활동 현금흐름	-3,341.0	-1,574.1	-3,336.6	747.2	-599.4
유형자산의증가(CAPEX)	-216.2	-452.9	-900.0	-500.0	-500.0
투자자산의감소(증가)	-1,782.9	-56.0	-2,375.7	14.2	-66.0
재무활동 현금흐름	4,441.2	411.8	853.8	-696.9	-251.8
차입금의 증감	2,866.1	321.6	880.0	-580.0	-120.0
자본의 증가	1,948.5	334.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,431.4	-489.8	-653.7	1,063.6	1,005.1
기초현금	2,894.3	5,325.7	4,835.9	4,182.3	5,245.9
기말현금	5,325.7	4,835.9	4,182.3	5,245.9	6,251.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	8,102.2	7,755.7	7,072.4	7,225.7	8,342.8
현금및현금성자산	5,231.5	4,780.2	4,126.6	5,190.2	6,195.3
매출채권	398.1	440.9	590.9	656.6	716.0
재고자산	91.8	160.3	183.1	203.4	221.8
비유동자산	13,712.0	14,450.9	15,280.4	14,445.4	14,068.9
유형자산	554.9	885.4	1,322.7	1,266.1	1,181.8
무형자산	6,347.8	6,022.4	5,838.8	5,074.7	4,716.4
투자자산	4,891.4	4,889.7	5,465.4	5,451.2	5,517.1
자산총계	22,779.6	22,963.5	23,225.1	22,829.7	23,628.3
유동부채	5,246.1	4,706.0	6,751.3	5,882.1	6,236.4
매입채무	69.8	94.4	107.8	119.8	130.6
단기차입금	896.5	1,055.1	1,655.1	1,655.1	1,655.1
유동성장기부채	0.1	0.0	460.0	0.0	0.0
비유동부채	2,885.1	3,843.9	3,729.9	3,582.2	3,444.7
사채	497.7	460.9	160.9	160.9	160.9
장기차입금	55.4	715.3	715.3	715.3	715.3
부채총계	9,189.6	9,431.6	11,298.2	10,381.4	10,598.2
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	7,781.3	8,115.9	8,115.9	8,115.9	8,115.9
기타포괄이익누계액	371.8	-1,250.7	-1,250.7	-1,250.7	-1,250.7
이익잉여금	1,709.6	3,046.5	2,261.9	2,763.3	3,295.1
비지배주주지분	3,605.6	3,534.6	2,714.2	2,734.3	2,784.2
자본총계	13,590.0	13,531.9	11,926.9	12,448.3	13,030.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,808	15,954	18,246	20,285	22,123
EPS(지배주주)	3,132	3,037	-1,501	1,425	1,530
CFPS	2,361	2,590	2,701	3,898	4,196
EBITDAPS	2,178	2,608	2,834	3,712	4,049
BPS	22,391	22,444	20,726	21,854	23,051
DPS	53	60	267	301	339
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.5	0.5	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	35.9	17.5	-33.5	41.6	38.7
PCR	47.7	20.5	18.6	15.2	14.1
PSR	8.1	3.3	2.8	2.9	2.7
PBR	5.0	2.4	2.4	2.7	2.6
EBITDA(십억원)	968.1	1,161.8	1,260.3	1,650.1	1,799.9
EV/EBITDA	52.1	21.3	19.4	16.9	14.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	13.5	-7.0	6.7	6.8
EBITDA 이익률	15.8	16.3	15.5	18.3	18.3
부채비율	67.6	69.7	94.7	83.4	81.3
금융비용부담률	0.6	1.5	1.6	1.4	1.2
이자보상배율(x)	15.1	5.3	4.1	5.8	7.1
매출채권회전율(x)	19.0	16.9	15.7	14.5	14.3
재고자산회전율(x)	89.2	56.4	47.3	46.7	46.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

