

# 카카오 (035720)

## AI 투자, 눈에 밝히는 비용

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**73,000** 원(유지)

현재주가

**48,600** 원(05/09)

시가총액

**21,639**(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

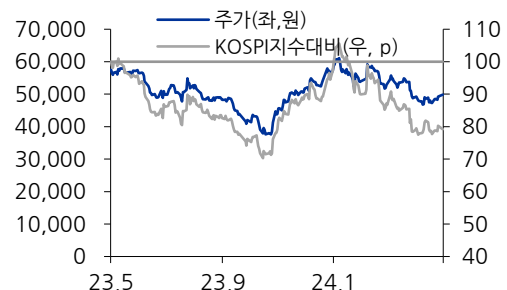
- 1분기 매출액 1조 9,884억원(+22.5%yoy), 영업이익 1,203억원(+92.2%yoy), 컨센서스(1,271억원) 소폭 하회
- 특비즈 광고 매출은 메시지 비즈니스와 비즈보드에서 모두 두 자릿수 성장률 기록하며 성장. 중국 이커머스 플랫폼의 국내 마케팅 확장 또한 동사 광고 성장에 일정 부분 기여
- 플랫폼 기타 부문에서는 역대 최고 분기 매출을 기록한 페이 부문이 매출을 견인
- 반면 콘텐츠 부문에서는 기존 게임 매출 감소 영향이 신작(R.O.M) 효과를 상쇄하며 게임 매출이 부진했고, 엔저 현상으로 인한 픽코마 매출 감소와 통합 거래액이 감소한 카카오엔터 영향으로 스토리 매출도 부진. 뮤직 매출도 아티스트 음반 판매 감소 영향으로 전분기 대비 매출 감소
- 영업비용에서는 매출연동비가 에스엠 매출 연동비 계정 재분류로 인해 전분기 대비 다소 증가. 이와 같은 이유로 외주/인프라비는 전분기 대비 감소
- 지난 4월 발행한 교환사채를 통해 조달한 자금 2,930억원 중 1천억원은 AI 투자에 활용될 예정이고, 나머지 금액은 해외 M&A 및 JV 등을 설립하는데 쓰일 예정. AI 투자 확대에 따라 카카오브레인의 영업적자는 전년 대비 확대되며 전사 수익성에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상. 물론 높은 품질의 AI 서비스가 미래 성장동력으로 자리매김할 수 있겠지만, 당장의 비용 반영이 눈에 더 잘 띄는 것은 불가피함

주가(원, 5/9)	48,600		
시가총액(십억원)	21,639		
발행주식수	445,244천주		
52주 최고가	61,900원		
최저가	37,300원		
52주 일간 Beta	1.11		
3개월 일평균거래대금	760억원		
외국인 지분율	28.0%		
배당수익률(2024F)	0.1%		
주주구성			
김범수 (외 73인)	24.1%		
국민연금공단 (외 1인)	5.4%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1.6%	-5.2%	-23.5%
절대기준	-1.3%	6.6%	-15.5%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	73,000	73,000	-
영업이익(24)	582	589	▼
영업이익(25)	701	763	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	6,799	7,557	8,443	9,277
영업이익	569	461	582	701
세전손익	1,269	-1,648	716	855
당기순이익	1,067	-1,817	450	564
EPS(원)	3,049	-2,276	1,008	1,243
증감률(%)	-2.0	적전	흑전	23.3
PER(배)	17.4	na	48.2	39.1
ROE(%)	13.6	-10.3	4.3	4.8
PBR(배)	2.4	2.5	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	19.0	17.7	17.6	15.9

자료: 유진투자증권



## 1Q24 Review: 컨센서스 소폭 하회

카카오 1 분기 실적은 매출액 1 조 9,884 억원(+22.5%yoy), 영업이익 1,203 억원(+92.2%yoy, OPM +6.0%)을 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(1,301 억원) 및 시장 컨센서스(1,271 억원)를 소폭 하회했다.

특비즈 광고(+10.7%yoy)는 금융과 커머스 업종 중심으로 활성 광고 수가 늘어 메시지 비즈니스 매출은 두 자릿수 성장률을 기록했으며, 상대적으로 부진했던 비즈보드 또한 친구탭 활성화로 전년 대비 두 자릿수 성장을 기록했다. 중국 이커머스 플랫폼의 국내 마케팅 확장 또한 동사의 광고 성장에 일정 부분 기여한 것으로 파악됐다.페이 부문에서 해외 결제와 오프라인 결제액이 증가한 동시에 금융과 보험 서비스가 매출 성장에 기여하면서 역대 최고 분기 매출을 기록하며 플랫폼 기타(+24.3%yoy)부문의 성장을 견인했다.

반면 콘텐츠 부문에서는 신작(R.O.M) 효과에도 기존 매출 감소 영향이 컸던 게임 매출이 부진했고, 엔저 현상으로 인한 픽코마 매출 감소 및 통합 거래액 감소된 카카오엔터 영향으로 스토리 매출도 부진했다. 뮤직 부문도 아티스트 음반 판매 감소 영향으로 전분기 대비 매출이 감소했다. 영업비용에서는 매출연동비가 에스엠의 매출 연동비 계정 재분류로 인해 전분기 대비 다소 증가했고, 같은 이유로 외주/인프라비는 전분기 대비 감소했다.

## AI 투자, 눈에 밟히는 비용

지난 4 월 카카오는 약 2 억달러(한화 2,930 억원) 규모의 교환사채를 발행했다. 교환사채 자금 중 약 1 천억 원은 AI 경쟁력 강화 및 GPU 서버 투자 등에 활용할 예정이고, 나머지 금액에 대해서는 해외 M&A 및 JV 등을 설립하는 데 소요할 것이라 밝혔다. 카카오가 향후 AI 에 대한 투자 확대함에 따라 카카오브레인의 영업적자 또한 지난해 대비 확대되고 전사 수익성에는 부정적인 영향이 예상된다. 물론 AI 투자에 따른 높은 품질의 AI서비스는 미래 성장동력으로 자리매김할 수 있지만 당장의 비용 반영이 눈에 더 잘 띄는 것은 불가피하다.

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 카카오 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
<b>매출액</b>	<b>1623.8</b>	<b>1923.3</b>	<b>2011.5</b>	<b>1998.5</b>	<b>1988.4</b>	<b>2072.3</b>	<b>2143.8</b>	<b>2238.9</b>	<b>7557.0</b>	<b>8443.3</b>
(%yoy)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	22.5%	7.7%	6.6%	12.0%	11.1%	11.7%
플랫폼	848.1	869.5	880.0	956.8	954.8	963.0	979.0	1043.8	3554.4	3940.5
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	522.1	522.0	529.2	580.8	1982.2	2154.1
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	84.7	83.5	80.0	83.0	344.3	331.2
플랫폼 기타	279.8	299.6	317.3	331.2	348.0	357.5	369.8	380.0	1227.9	1455.3
콘텐츠	775.6	1053.8	1131.5	1041.7	1033.6	1109.3	1164.8	1195.1	4002.6	4502.8
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	243.1	259.2	253.3	248.0	1009.5	1003.6
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	468.2	510.8	531.6	586.9	1723.9	2097.6
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	227.0	246.3	260.0	234.7	922.1	967.9
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	95.2	93.0	120.0	125.5	347.0	433.7
<b>영업비용</b>	<b>1561.2</b>	<b>1810.2</b>	<b>1887.2</b>	<b>1837.6</b>	<b>1868.1</b>	<b>1935.9</b>	<b>1987.7</b>	<b>2069.9</b>	<b>7096.1</b>	<b>7861.6</b>
(%yoy)	9.1%	15.1%	15.6%	15.2%	19.7%	6.9%	5.3%	12.6%	13.9%	10.8%
인건비	448.0	472.4	467.5	472.3	479.0	482.6	485.0	490.7	1860.2	1937.3
매출연동비	642.4	780.4	849.4	714.2	819.9	849.6	879.0	917.9	2986.4	3466.5
외주/인프라비	174.0	205.2	198.8	256.8	202.4	221.1	230.5	250.0	834.9	904.0
마케팅비	97.0	100.4	104.5	103.9	89.3	102.5	110.8	115.8	405.8	418.3
상각비	150.3	192.2	198.4	210.1	197.8	200.6	202.0	208.9	750.9	809.3
기타	49.6	59.6	68.6	80.2	79.7	79.5	80.5	86.5	258.0	326.2
<b>영업이익</b>	<b>62.6</b>	<b>113.1</b>	<b>124.3</b>	<b>160.9</b>	<b>120.3</b>	<b>136.4</b>	<b>156.1</b>	<b>169.0</b>	<b>460.9</b>	<b>581.8</b>
(%yoy)	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	92.2%	20.6%	25.6%	5.1%	-19.1%	26.2%
OPM(%)	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	6.6%	7.3%	7.5%	6.1%	6.9%
세전이익	64.8	111.7	112.5	-1937.3	140.6	171.1	188.1	215.9	-1648.2	715.7
<b>당기순이익</b>	<b>56.8</b>	<b>54.9</b>	<b>37.0</b>	<b>-1965.3</b>	<b>67.7</b>	<b>113.8</b>	<b>125.1</b>	<b>143.6</b>	<b>-1816.7</b>	<b>450.1</b>
(%yoy)	-95.7%	-45.3%	-72.8%	적자지속	19.2%	107.4%	237.6%	흑자전환	적자전환	흑자전환
NPM(%)	3.5%	2.9%	1.8%	-98.3%	3.4%	5.5%	5.8%	6.4%	-24.0%	5.3%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	6136.7	6799.0	7557.0	8443.3
영업이익	594.9	569.4	460.9	581.8
세전이익	2293.7	1268.9	-1648.2	715.7
지배순이익	1392.2	1352.9	-649.4	448.5
EPS(원)	3,111	3,049	(2,276)	1,008
PER(배)	36.2	17.4	n/a	48.2
OPM(%)	9.7%	8.4%	6.1%	6.9%
NPM(%)	22.7%	19.9%	-8.6%	5.3%

자료: 유진투자증권

## 카카오(035720.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>22,785</b>	<b>22,964</b>	<b>25,180</b>	<b>26,852</b>	<b>27,817</b>
유동자산	8,102	7,756	8,943	10,608	11,415
현금성자산	6,860	6,022	6,998	8,101	8,737
매출채권	663	772	1,134	1,615	1,761
재고자산	92	160	139	212	231
비유동자산	13,717	14,451	15,090	15,051	15,161
투자자산	6,670	7,464	7,992	8,316	8,654
유형자산	555	885	1,322	1,149	1,019
기타	6,492	6,102	5,776	5,586	5,488
<b>부채총계</b>	<b>9,216</b>	<b>9,448</b>	<b>11,321</b>	<b>11,521</b>	<b>11,961</b>
유동부채	5,273	4,768	6,245	6,353	6,696
매입채무	1,556	1,642	3,623	3,723	4,060
유동성이자부채	1,983	1,376	1,925	1,925	1,925
기타	1,734	1,750	697	704	711
비유동부채	2,885	3,798	3,737	3,775	3,814
비유동이자부채	1,871	2,825	2,577	2,577	2,577
기타	1,014	973	1,160	1,198	1,237
<b>자본총계</b>	<b>13,568</b>	<b>13,516</b>	<b>13,859</b>	<b>15,331</b>	<b>15,857</b>
지배지분	9,965	9,984	9,764	11,236	11,762
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	7,782	8,116	8,840	8,840	8,840
이익잉여금	1,689	3,031	1,922	2,344	2,870
기타	449	(1,209)	(1,043)	8	8
비지배지분	3,604	3,532	4,095	4,095	4,095
<b>자본총계</b>	<b>13,568</b>	<b>13,516</b>	<b>13,859</b>	<b>15,331</b>	<b>15,857</b>
총차입금	3,854	4,200	4,503	4,503	4,503
순차입금	(3,006)	(1,821)	(2,496)	(3,599)	(4,234)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>1,307</b>	<b>678</b>	<b>1,341</b>	<b>1,607</b>	<b>1,169</b>
당기순이익	1,640	1,067	(1,817)	450	564
자산상각비	373	581	761	445	397
기타비현금성손익	(963)	(455)	2,240	1,133	35
운전자본증감	(209)	(460)	248	(454)	172
매출채권감소(증가)	(20)	(69)	(108)	(481)	(146)
재고자산감소(증가)	(11)	(73)	43	(73)	(19)
매입채무증가(감소)	458	64	364	101	337
기타	(636)	(382)	(51)	0	0
<b>투자현금</b>	<b>(3,341)</b>	<b>(1,574)</b>	<b>(1,780)</b>	<b>(547)</b>	<b>(579)</b>
단기투자자산감소	(1,158)	(75)	227	(70)	(73)
장기투자증권감소	(502)	21	(9)	(190)	(214)
설비투자	216	453	575	0	0
유형자산처분	4	14	14	0	0
무형자산처분	(76)	(91)	(135)	(169)	(169)
<b>재무현금</b>	<b>4,441</b>	<b>412</b>	<b>1,020</b>	<b>(27)</b>	<b>(27)</b>
차입금증가	1,134	265	(75)	0	0
자본증가	52	50	(20)	(27)	(27)
배당금지급	13	23	55	27	27
<b>현금 증감</b>	<b>2,431</b>	<b>(490)</b>	<b>553</b>	<b>1,033</b>	<b>562</b>
기초현금	2,894	5,326	4,836	5,269	6,301
기말현금	5,326	4,836	5,389	6,301	6,864
Gross Cash flow	1,051	1,193	1,184	2,061	997
Gross Investment	2,392	1,960	1,759	931	335
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(1,341)</b>	<b>(766)</b>	<b>(575)</b>	<b>1,130</b>	<b>662</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>5,911</b>	<b>6,799</b>	<b>7,557</b>	<b>8,443</b>	<b>9,277</b>
증가율(%)	45.2	15.0	11.2	11.7	9.9
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>5,911</b>	<b>6,799</b>	<b>7,557</b>	<b>8,443</b>	<b>9,277</b>
판매 및 일반관리비	5,323	6,229	7,096	7,862	8,576
기타영업손익	47	17	14	11	9
<b>영업이익</b>	<b>588</b>	<b>569</b>	<b>461</b>	<b>582</b>	<b>701</b>
증가율(%)	30.5	(3.1)	(19.1)	26.2	20.5
<b>EBITDA</b>	<b>961</b>	<b>1,151</b>	<b>1,222</b>	<b>1,027</b>	<b>1,098</b>
증가율(%)	34.0	19.8	6.1	(15.9)	6.9
<b>영업외손익</b>	<b>1,699</b>	<b>700</b>	<b>(2,109)</b>	<b>134</b>	<b>154</b>
이자수익	75	179	220	93	93
이자비용	39	110	163	109	109
지분법손익	2,172	1,603	(135)	16	0
기타영업손익	(509)	(973)	(2,031)	134	170
<b>세전순이익</b>	<b>2,287</b>	<b>1,269</b>	<b>(1,648)</b>	<b>716</b>	<b>855</b>
증가율(%)	459.2	(44.5)	적전	흑전	19.5
법인세비용	646	202	168	266	291
<b>당기순이익</b>	<b>1,640</b>	<b>1,067</b>	<b>(1,817)</b>	<b>450</b>	<b>564</b>
증가율(%)	870.8	(35.0)	적전	흑전	25.4
지배주주지분	1,387	1,358	(1,013)	448	553
증가율(%)	815.1	(2.1)	적전	흑전	23.3
비지배지분	253	(291)	(804)	2	11
<b>EPS(원)</b>	<b>3,111</b>	<b>3,049</b>	<b>(2,276)</b>	<b>1,008</b>	<b>1,243</b>
증가율(%)	808.1	(2.0)	적전	흑전	23.3
수정EPS(원)	3,111	3,049	(2,276)	1,008	1,243
증가율(%)	808.1	(2.0)	적전	흑전	23.3

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,111	3,049	(2,276)	1,008	1,243
BPS	22,347	22,414	21,948	25,258	26,440
DPS	53	60	61	60	60
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	36.2	17.4	n/a	48.2	39.1
PBR	5.0	2.4	2.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	49.1	19.0	17.7	17.6	15.9
배당수익율	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	47.7	19.8	20.4	10.5	21.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	9.9	8.4	6.1	6.9	7.6
EBITDA이익율	16.3	16.9	16.2	12.2	11.8
순이익율	27.8	15.7	(24.0)	5.3	6.1
ROE	17.1	13.6	(10.3)	4.3	4.8
ROIC	10.1	7.4	4.9	5.6	7.1
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(22.2)	(13.5)	(18.0)	(23.5)	(26.7)
유동비율	153.7	162.7	143.2	167.0	170.5
이자보상배율	14.9	5.2	2.8	5.3	6.4
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	10.5	9.5	7.9	6.1	5.5
재고자산회전율	85.9	53.9	50.6	48.1	41.8
매입채무회전율	4.6	4.3	2.9	2.3	2.4

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

당사 투자 의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역				과리율(%)	
추천일자	투자이전	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가 대비
2022-05-31	Buy	106,000	1년	-33.4	-19.2
2022-08-05	Buy	106,000	1년	-36.4	-21.0
2022-10-17	Buy	65,000	1년	-16.0	-4.8
2022-11-04	Buy	65,000	1년	-13.6	-4.8
2023-01-13	Buy	70,000	1년	-7.9	1.3
2023-02-13	Buy	81,000	1년	-29.0	-19.8
2023-04-18	Buy	81,000	1년	-32.4	-27.7
2023-05-08	Buy	81,000	1년	-33.3	-28.4
2023-05-31	Buy	81,000	1년	-35.3	-29.1
2023-07-13	Buy	74,000	1년	-34.4	-25.8
2023-08-04	Buy	74,000	1년	-35.7	-28.6
2023-10-16	Buy	65,000	1년	-22.0	-6.0
2023-11-10	Buy	65,000	1년	-17.4	-6.0
2023-11-22	Buy	65,000	1년	-16.1	-6.0
2024-01-12	Buy	65,000	1년	-13.8	-6.0
2024-02-16	Buy	73,000	1년	-28.8	-19.6
2024-03-14	Buy	73,000	1년	-31.1	-24.8
2024-04-04	Buy	73,000	1년	-33.8	-31.8
2024-05-10	Buy	73,000	1년		

카카오(035720.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 정익훈