

# 카카오 (035720/KS)

## 무거워진 어깨

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 62,000 원(하향)

현재주가: 41,900 원

상승여력: 48.0%

### 2Q24 Preview: 콘텐츠 자회사 부진

매출액 2.0 조원(+5.2% YoY), 영업이익 1,256 원(+11.0% YoY), 지배주주순이익 886 억원(+58.0% YoY)으로 영업이익은 최근 낮아진 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 광고형 매출(+9.1% QoQ)은 P, Q 모두 성장하는 메시지 광고가 견인, 거래형 매출(-6.7% QoQ)은 성수기 효과가 예상대비 약했다. 콘텐츠 매출은 1.0 조원(+1.4% QoQ)으로 게임, 에스엠이 예상대비 저조했고, 일본 내 경쟁 심화에 따라 스토리 관련 마케팅비 집행이 컸다.

### 그림 다시 그리기

기존 SK 증권에서 예상했던 시나리오는 올해 광고와 커머스 업황이 우호적이지 않음에도 불구하고 카카오의 상품 및 서비스의 특수성이 부각되며 별도 실적이 확연하게 개선될 것으로 기대했다. 이에 더해 작년까지 구조조정을 마친 뉴니셔티브는 적자 축소, 핵심 자회사들도 실적이 개선되며 연결 이익의 성장을 전망했다. 별도 매출액 단에서는 메시지 광고와 선물하기 서비스가 견조한 모습을 보이며 기존 예상을 크게 벗어 나지 않았으나 브레인 연결 편입으로 인해 인건비와 외주/인프라비가 크게 늘어나며 비용 부담이 높아졌다. 별도 이익의 성장이 쉽지 않았던 상황에서 주요 자회사들의 이익 회복도 더딘 모습을 보이며 기존 동사에서 예상했던 카카오의 분기별 뚜렷한 이익 성장 시기는 다소 미뤄질 것으로 예상된다.



Analyst  
남효지

hjinam@sk.com.kr  
3773-9288

### Company Data

발행주식수	44,344 만주
시가총액	18,580 십억원
주요주주	
김범수(외92)	24.22%
MAXIMOPT E	6.31%

### Stock Data

주가(24/07/15)	41,900 원
KOSPI	2,860.92pt
52주 최고가	61,100 원
52주 최저가	37,600 원
60일 평균 거래대금	53 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 목표주가 6.2 만원으로 하향

카카오 목표주가를 기존 7.8 만원에서 6.2 만원으로 조정한다. 목표주가는 산출 방식 SoTP 로 동일, 상장 자회사는 주가 하락 반영, 비상장 자회사는 적용 할인율을 확대 적용했다. 기존 추정대비 자회사들의 이익 기여도가 낮아졌기 때문에 종속기업 가치를 하향한다. 현 주가는 낮아진 성장 기대감을 반영해 정체되어 있는 상황이나, 그룹 전반적으로 비핵심 사업을 정리하고 있고, 동사의 사업 포트폴리오 구성상 경기가 회복되는 시기에 탄력적인 개선세를 보이기 때문에 지속 관심 가져야 하는 시기다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	5,911	6,799	7,557	8,328	9,049	9,852
영업이익	십억원	588	569	461	585	772	969
순이익(지배주주)	십억원	1,387	1,358	-1,013	328	460	574
EPS	원	3,111	3,049	-2,276	740	1,038	1,295
PER	배	36.2	17.4	-23.9	57.1	40.7	32.6
PBR	배	5.0	2.4	2.5	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	배	52.5	21.5	21.0	13.7	13.7	11.8
ROE	%	17.1	13.6	-10.3	3.3	4.4	5.3

카카오 목표주가 산출		
항목	값	비고
1) 사업가치	12,130.8	
<b>특비즈 광고</b>		
NOPLAT	263.1	OPM27% 가정
Target Multiple	20.6	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 적용
<b>적정 가치</b>	5,425.7	
<b>카카오커머스</b>		
NOPLAT	229.9	OPM29% 가정
Target Multiple	25.6	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 50% 할인 적용
<b>적정 가치</b>	5,891.2	
<b>포털 광고</b>		
NOPLAT	66.9	OPM25% 가정
Target Multiple	12.2	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 50% 할인 적용
<b>적정 가치</b>	813.9	
2) 종속기업 가치	15,461.6	
<b>카카오페이</b>		
지분율	46.5%	
<b>적정가치</b>	1,184.4	3개월 평균 시가총액 40% 할인
<b>카카오뱅크</b>		
지분율	27.2%	
<b>적정가치</b>	1,780.7	3개월 평균 시가총액 40% 할인
<b>카카오게임즈</b>		
지분율	41.3%	
<b>적정가치</b>	427.9	3개월 평균 시가총액 40% 할인
<b>카카오엔터테인먼트</b>		
지분율	67.6%	
<b>적정가치</b>	4,583.4	투자유치 시(23/1/12) 기업가치 적용(40% 할인)
<b>카카오재팬</b>		
지분율	73.0%	
<b>적정가치</b>	3,490.4	투자유치 시(21/5/20) 기업가치에 할인 적용(40% 할인)
<b>카카오모빌리티</b>		
지분율	57.3%	
<b>적정가치</b>	2,675.0	직전 유상증자 반영(23/3/6)
<b>카카오엔터프라이즈</b>		
지분율	85.1%	
<b>적정가치</b>	1,319.8	직전 유상증자 반영(22/6/24)
3) 투자지분 가치	221.6	
<b>두나무</b>		
지분율	10.6%	
할인율	40.0%	
<b>적정가치</b>	221.6	
<b>합산 가치</b>	27,814.0	
주식 수(천 주)	445,243.9	
적정 주가(원)	62,469	
<b>목표 주가(원)</b>	62,000	
현재 주가(원)	41,900	
상승 여력	48.0%	

자료: SK 증권

카카오 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,623.8</b>	<b>1,923.3</b>	<b>2,011.5</b>	<b>1,998.5</b>	<b>1,988.4</b>	<b>2,022.6</b>	<b>2,102.4</b>	<b>2,215.1</b>	<b>7,557.0</b>	<b>8,328.4</b>	<b>9,049.1</b>
플랫폼	848.1	869.5	880.0	956.8	954.8	974.4	1,015.9	1,084.9	3,554.4	4,030.0	4,445.9
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	522.1	531.3	558.8	596.4	1,982.2	2,208.7	2,436.1
광고형	252.0	283.0	280.0	304.8	278.7	304.1	307.6	327.5	1,119.8	1,217.9	1,330.7
거래형	232.7	197.4	199.5	232.8	243.4	227.2	251.2	268.9	862.4	990.8	1,105.5
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	84.7	85.3	84.6	86.5	344.3	341.1	345.2
플랫폼 기타	279.8	299.6	317.3	331.2	348.0	357.8	372.5	402.0	1,227.9	1,480.3	1,664.6
콘텐츠	775.6	1,053.8	1,131.5	1,041.7	1,033.6	1,048.2	1,086.5	1,130.2	4,002.6	4,298.4	4,603.1
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	243.1	233.8	257.2	261.7	1,009.5	995.8	1,170.3
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	468.2	487.8	504.6	544.0	1,723.9	2,004.6	2,106.3
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	227.0	238.1	232.0	228.4	922.1	925.5	951.1
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	95.2	88.5	92.6	96.0	347.0	372.4	375.5
<i>YoY growth rate</i>											
매출액	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	22.5%	5.2%	4.5%	10.8%	11.1%	10.2%	8.7%
플랫폼	4.0%	2.2%	-3.2%	7.9%	12.6%	12.1%	15.4%	13.4%	2.7%	13.4%	10.3%
특비즈	5.2%	6.0%	2.6%	3.4%	7.7%	10.6%	16.6%	10.9%	4.2%	11.4%	10.3%
광고형	0.9%	4.4%	7.7%	11.5%	10.6%	7.5%	9.9%	7.4%	6.2%	8.8%	9.3%
거래형	10.2%	8.4%	-3.8%	-2.0%	4.6%	15.1%	25.9%	15.5%	2.9%	14.9%	11.6%
포털비즈	-26.7%	-12.6%	-24.2%	-10.1%	1.4%	-4.6%	1.6%	-1.8%	-18.8%	-0.9%	1.2%
플랫폼 기타	16.3%	1.6%	-4.4%	23.1%	24.3%	19.4%	17.4%	21.4%	8.0%	20.6%	12.5%
콘텐츠	1.3%	18.2%	29.8%	29.0%	33.3%	-0.5%	-4.0%	8.5%	20.0%	7.4%	7.1%
게임	0.6%	-20.3%	-11.5%	0.4%	-1.7%	-13.0%	-1.8%	13.0%	-9.0%	-1.4%	17.5%
뮤직	13.5%	129.7%	105.2%	116.3%	101.8%	15%	-1.7%	9.2%	92.8%	16.3%	5.1%
스토리	-4.9%	1.5%	7.7%	-3.7%	-0.7%	3.1%	-6.9%	7.1%	0.1%	0.4%	2.8%
미디어	-9.7%	-37.7%	13.6%	-20.8%	40.6%	20.5%	-13.4%	-2.8%	-15.8%	7.3%	0.8%
영업비용	1,561.2	1,810.2	1,887.2	1,837.6	1,868.1	1,897.0	1,947.8	2,030.5	7,096.1	7,743.3	8,277.1
YoY growth rate	9.1%	15.1%	15.6%	15.2%	19.7%	4.8%	3.2%	10.5%	13.9%	9.1%	6.9%
<b>영업이익</b>	<b>62.6</b>	<b>113.1</b>	<b>124.3</b>	<b>160.9</b>	<b>120.3</b>	<b>125.6</b>	<b>154.6</b>	<b>184.7</b>	<b>460.9</b>	<b>585.1</b>	<b>772.0</b>
영업이익률	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	6.2%	7.4%	8.3%	6.1%	7.0%	8.5%
YoY growth rate	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	92.2%	11.0%	24.3%	14.8%	-19.1%	27.0%	31.9%
<b>당기순이익</b>	<b>56.8</b>	<b>54.9</b>	<b>37.0</b>	<b>-1,965.3</b>	<b>67.7</b>	<b>104.9</b>	<b>124.6</b>	<b>154.0</b>	<b>-1,816.7</b>	<b>451.2</b>	<b>614.3</b>
지배주주순이익	70.7	56.1	21.1	-1,160.4	73.7	88.6	83.7	82.1	-1,012.6	328.2	460.2

자료: 카카오, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)

	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E
매출액	2,064.8	2,148.0	2,260.4	2,087.9	2,022.6	2,102.4	2,215.1	2,060.1	-2.0%	-2.1%	-2.0%	-1.3%
영업이익	159.7	187.3	223.5	152.9	125.6	154.6	184.7	125.3	-21.4%	-17.5%	-17.4%	-18.0%
지배주주순이익	110.4	100.3	97.8	127.7	88.6	83.7	82.1	105.9	-19.8%	-16.6%	-16.1%	-17.1%

자료: SK 증권

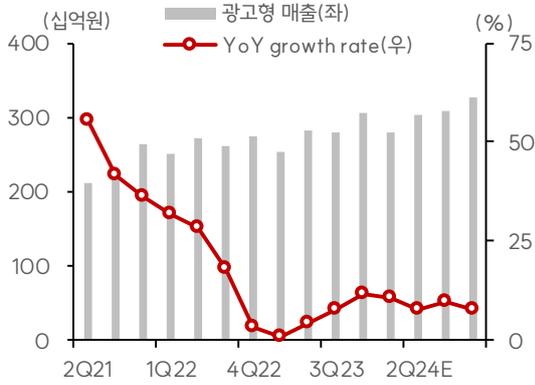
연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출총이익	8,461.6	9,138.3	9,943.9	8,328.4	9,049.1	9,852.4	-1.6%	-1.0%	-0.9%
영업이익	690.8	859.3	1,161.6	585.1	772.0	968.9	-15.3%	-10.2%	-16.6%
지배주주순이익	382.3	519.6	682.4	328.2	460.2	574.3	-14.2%	-11.4%	-15.8%

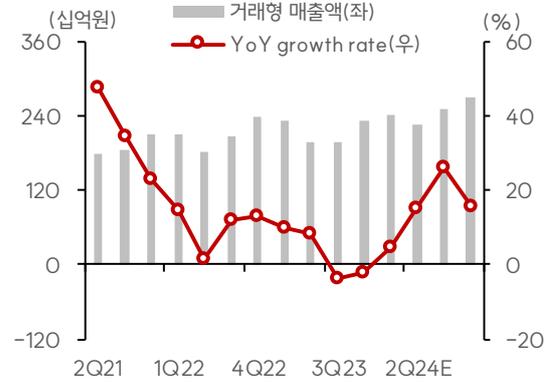
자료: SK 증권

특비즈 광고형 매출 추이 및 전망



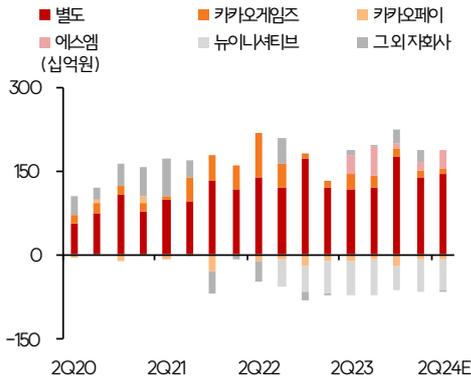
자료: 카카오, SK 증권

특비즈 거래형 매출 추이 및 전망



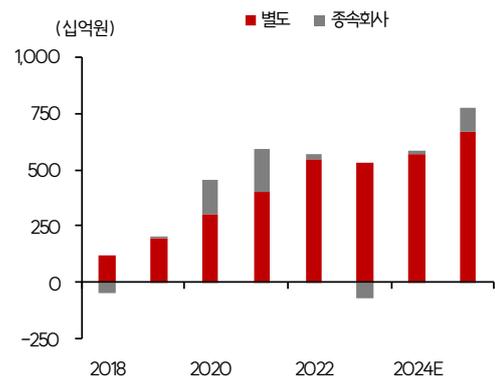
자료: 카카오, SK 증권

자회사별 영업이익 기여도 전망



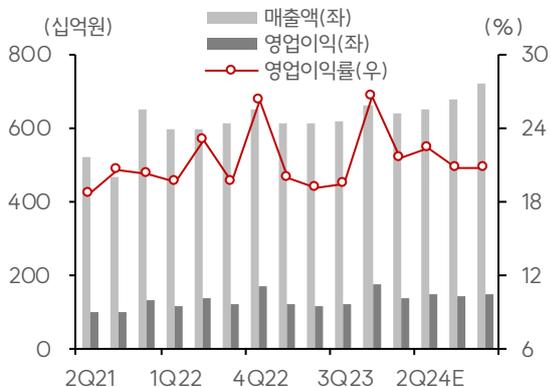
자료: 카카오, SK 증권

별도, 종속회사 합산 이익 추이 및 전망



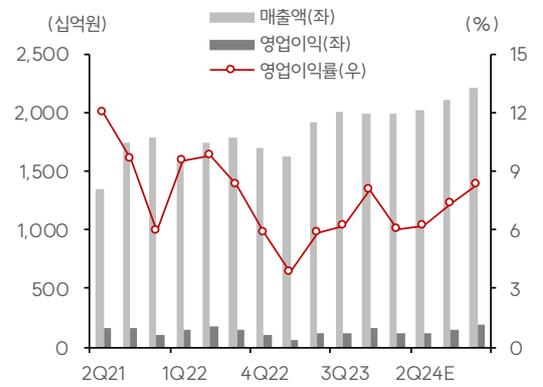
자료: 카카오, SK 증권

별도 분기 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, SK 증권

연결 분기 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, SK 증권



재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	7,756	8,943	10,771	12,194	13,927
현금및현금성자산	4,780	5,269	5,720	6,631	7,966
매출채권 및 기타채권	772	1,134	1,557	1,722	1,851
재고자산	160	139	190	211	226
<b>비유동자산</b>	14,451	15,090	16,226	16,385	16,174
장기금융자산	2,274	2,481	2,697	2,747	2,785
유형자산	885	1,322	869	464	176
무형자산	6,022	5,689	5,758	5,845	5,550
<b>자산총계</b>	22,964	25,180	28,280	29,862	31,383
<b>유동부채</b>	4,768	6,245	8,245	9,104	9,771
단기금융부채	1,376	1,923	2,640	2,920	3,138
매입채무 및 기타채무	1,369	1,794	4,974	5,502	5,913
단기충당부채	21	21	28	31	34
<b>비유동부채</b>	3,798	3,737	4,181	4,317	4,422
장기금융부채	2,825	2,577	2,844	2,844	2,844
장기매입채무 및 기타채무	135	228	58	58	58
장기충당부채	70	81	111	123	132
<b>부채총계</b>	9,448	11,321	13,923	14,917	15,690
<b>지배주주지분</b>	9,984	9,764	10,126	10,560	11,107
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	8,116	8,840	8,866	8,866	8,866
기타자본구성요소	41	8	12	12	12
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	3,031	1,922	2,218	2,652	3,199
비지배주주지분	3,532	4,095	4,231	4,385	4,586
<b>자본총계</b>	13,516	13,859	14,357	14,945	15,694
<b>부채외자본총계</b>	22,964	25,180	28,280	29,862	31,383

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	678	1,341	4,096	1,796	1,774
당기순이익(손실)	1,067	-1,817	451	614	775
비현금성항목등	126	3,001	887	622	576
유형자산감가상각비	378	489	622	405	289
무형자산상각비	204	271	263	243	295
기타	-455	2,240	2	-26	-7
운전자본감소(증가)	-460	248	2,698	529	411
매출채권및기타채권의감소(증가)	-69	-108	-407	-165	-128
재고자산의감소(증가)	-73	43	-51	-20	-16
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	364	3,149	528	410
기타	-373	-394	-113	-174	-247
법인세납부	-318	-303	-172	-205	-258
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,574	-1,780	-2,410	-1,064	-571
금융자산의감소(증가)	-75	224	-688	-252	-196
유형자산의감소(증가)	-439	-561	-102	0	0
무형자산의감소(증가)	-91	-135	-333	-330	0
기타	-970	-1,308	-1,288	-482	-375
<b>재무활동현금흐름</b>	412	1,020	-1,020	253	191
단기금융부채의증가(감소)	-297	-59	-951	280	218
장기금융부채의증가(감소)	562	-16	-61	0	0
자본의증가(감소)	335	723	26	0	0
배당금지급	-23	-55	-27	-27	-27
기타	-165	426	-7	-0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-490	553	331	911	1,335
기초현금	5,326	4,836	5,389	5,720	6,631
기말현금	4,836	5,389	5,720	6,631	7,966
FCF	240	780	3,994	1,796	1,774

자료 : 카카오, SK증권 추정

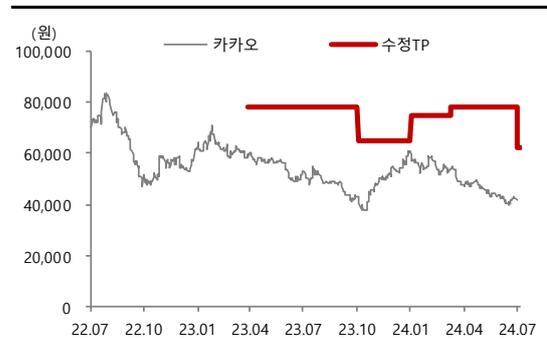
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	6,799	7,557	8,328	9,049	9,852
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	6,799	7,557	8,328	9,049	9,852
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	6,229	7,096	7,743	8,277	8,883
<b>영업이익</b>	569	461	585	772	969
영업이익률(%)	8.4	6.1	7.0	8.5	9.8
<b>비영업손익</b>	700	-2,109	67	47	65
순금융손익	13	27	204	235	269
외환관련손익	-26	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	-58	4	50	29	46
<b>세전계속사업이익</b>	1,269	-1,648	652	819	1,034
세전계속사업이익률(%)	18.7	-21.8	7.8	9.1	10.5
<b>계속사업법인세</b>	202	168	201	205	258
<b>계속사업이익</b>	1,067	-1,817	451	614	775
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,067	-1,817	451	614	775
순이익률(%)	15.7	-24.0	5.4	6.8	7.9
지배주주	1,358	-1,013	328	460	574
지배주주귀속 순이익률(%)	20.0	-13.4	3.9	5.1	5.8
비지배주주	-291	-804	123	154	201
총포괄이익	-663	-1,715	502	614	775
지배주주	-262	-884	461	564	712
비지배주주	-400	-831	41	50	63
<b>EBITDA</b>	1,151	1,222	1,470	1,421	1,552

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.0	11.2	10.2	8.7	8.9
영업이익	-3.1	-19.1	27.0	31.9	25.5
세전계속사업이익	-44.5	적전	흑전	25.6	26.2
EBITDA	19.8	6.1	20.3	-3.3	9.3
EPS	-2.0	적전	흑전	40.2	24.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	4.7	-7.5	1.7	2.1	2.5
ROE	13.6	-10.3	3.3	4.4	5.3
EBITDA마진	16.9	16.2	17.6	15.7	15.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	162.7	143.2	130.6	133.9	142.5
부채비율	69.9	81.7	97.0	99.8	100.0
순차입금/자기자본	-17.7	-19.1	-19.6	-24.8	-31.9
EBITDA/이자비용(배)	10.5	7.5	0.0	0.0	0.0
배당성향	1.9	-2.6	8.2	5.8	4.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,049	-2,276	740	1,038	1,295
BPS	22,416	21,951	22,838	23,816	25,050
CFPS	4,354	-566	2,735	2,501	2,610
주당 현금배당금	60	61	61	61	61
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	17.4	-23.9	57.1	40.7	32.6
PBR	2.4	2.5	1.8	1.8	1.7
PCR	12.2	-95.9	15.4	16.9	16.2
EV/EBITDA	21.5	21.0	13.7	13.7	11.8
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.16	매수	62,000원	6개월		
2024.03.25	매수	78,000원	6개월	-41.17%	-29.62%
2024.01.16	매수	75,000원	6개월	-26.37%	-21.07%
2023.10.17	매수	65,000원	6개월	-24.45%	-6.00%
2023.04.10	매수	78,000원	6개월	-33.45%	-22.44%
2022.10.14	매수	74,000원	6개월	-21.28%	-4.19%
2022.08.05	매수	110,000원	6개월	-38.38%	-23.91%
2022.01.20	매수	130,000원	6개월	-33.73%	-16.54%



### Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 16일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------