



카카오 (035720)

새로운 성장 전략 제시 필요

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 60,000원

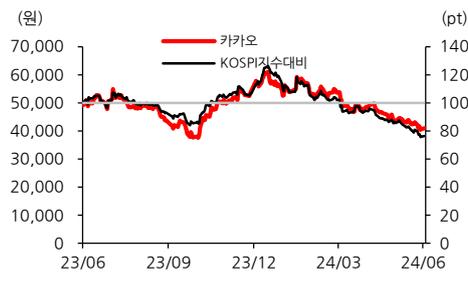
현재 주가(7/2)	40,000원
상승여력	▲50.0%
시가총액	177,358억원
발행주식수	443,395천주
52주 최고가 / 최저가	61,100/37,600원
90일 일평균 거래대금	563.15억원
외국인 지분율	27.2%
주주 구성	
김범수 (외 93인)	24.2%
MAXIMOPT (외 1인)	6.3%
국민연금공단 (외 1인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.6	-21.9	-30.9	-18.5
상대수익률(KOSPI)	-13.1	-22.9	-35.1	-27.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,799	7,557	8,341	9,104
영업이익	569	461	609	678
EBITDA	1,151	1,222	1,513	1,613
지배주주순이익	1,358	-1,013	505	607
EPS	3,049	-2,276	1,151	1,383
순차입금	-1,821	-2,496	-2,068	-2,818
PER	17.4	-23.9	34.7	28.9
PBR	2.4	2.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	19.0	17.7	10.4	9.2
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2
ROE	13.6	-10.3	5.0	5.7

주가 추이



동사의 2Q24 실적은 콘텐츠 사업 부진과 비용 증가로 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 자회사들의 지분 가치 하락을 반영해 목표주가를 6만 원으로 낮춰 제시합니다.

2Q24 실적은 시장 기대치 하회 추정

동사의 2Q24 실적은 매출액 2.04조 원, 영업이익 1328억 원으로 영업이익 컨센서스를 10% 하회한 것으로 추정한다. 업황 성수기 효과가 약했음에도 고효율 타겟팅 상품인 메시지광고 매출 증가로 특비즈 내 광고 매출액은 YoY 7.5% 성장한 것으로 예상한다. 커머스 매출은 성수기 효과 소멸로 QoQ 감소한 것으로 추정한다. 전반적인 콘텐츠 사업들의 성과도 기존 예상보다 부진한 것으로 파악한다. 게임은 라이브 게임의 매출 하향세가 지속되고, 스토리는 경쟁사의 강도 높은 마케팅에 대응한 비용 증가가 예상된다.

종속회사+뉴이니셔티브 이익 개선이 관건

하반기 증익의 초점은 광고 매출 성장과 본업+자회사의 비용 통제 효과가 어느 정도 나타나는가에 있다. 1) 10% 이상의 성장세를 보여주는 메시지광고는 광고주 확대에 시장 성장을 상회하는 성과가 지속될 것으로 전망한다. 친구탭의 확보된 DAU 기반 CPT 매출의 성장속도도 가팔라질 것으로 예상한다. 2) 다만 뉴이니셔티브 법인 손실규모는 분기 약 500억 원으로 추정하는데, 브레인의 생성AI 모델 트레이닝 관련 투자는 지속될 것으로 예상해 하반기에도 유의미한 이익 개선 시그널은 아직 확인하기 어렵다고 판단한다.

목표주가 6만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 6만 원으로 하향한다. 올해 예상 영업이익 전망치를 기존 대비 7% 하향했고, 자회사들의 지분 가치 하락을 반영했다. 특비즈 사업이 견조하고 업황이 더 나 빠질 가능성이 없기에 하반기로 갈수록 이익 성장 가시성은 높다. 다만 이 성장폭이 동사의 높은 밸류에이션을 정당화시키기엔 약한 정도라고 판단하며, 신규 모멘텀들이 확인될 때 주가 흐름 반전이 나타날 것으로 예상된다.

[표1] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,624	1,923	2,011	1,997	1,988	2,038	2,093	2,222	6,799	7,556	8,341	9,104
YoY (%)	2.7	10.4	12.9	17.9	22.5	6.0	4.1	11.2	10.8	11.1	10.4	9.1
플랫폼부문	848	869	880	957	955	983	994	1035	3,463	3,554	3,967	4,266
특비즈	485	480	479	538	522	534	549	575	1,902	1,982	2,180	2,372
포털비즈	84	89	83	88	85	90	88	89	424	344	352	344
플랫폼기타	280	300	317	331	348	359	357	371	1,137	1,228	1,435	1,550
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,041	1,034	1,055	1,099	1,187	3,336	4,002	4,374	4,839
뮤직	232	481	513	498	468	475	478	541	894	1,724	1,963	2,123
스토리	229	231	249	213	227	235	250	265	921	922	977	1,092
게임	247	269	262	231	243	246	256	263	1,110	1,009	1,009	1,156
미디어	68	73	107	99	95	99	115	117	412	347	426	467
YOY 성장률												
플랫폼부문	4%	2%	-3%	8%	13%	13%	13%	8%	7%	3%	12%	8%
특비즈	5%	6%	3%	3%	8%	11%	15%	7%	16%	4%	10%	9%
포털비즈	-27%	-13%	-24%	-10%	1%	1%	6%	1%	-14%	-19%	2%	-2%
플랫폼기타	16%	2%	-4%	23%	24%	20%	13%	12%	3%	8%	17%	8%
콘텐츠부문	1%	18%	30%	29%	33%	0%	-3%	14%	15%	20%	9%	11%
뮤직	13%	130%	105%	116%	102%	-1%	-7%	9%	16%	93%	14%	8%
스토리	-5%	1%	8%	-4%	-1%	2%	0%	24%	16%	0%	6%	12%
게임	1%	-20%	-12%	0%	-2%	-8%	-2%	14%	11%	-9%	0%	15%
미디어	-10%	-38%	14%	-21%	41%	34%	7%	18%	24%	-16%	23%	10%
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,905	1,950	2,009	6,230	7,096	7,732	8,426
YoY (%)	9.1	15.1	15.6	15.2	19.7	5.2	3.3	9.3	12.4	13.9	9.0	9.0
인건비	448	472	468	472	479	484	494	512	1,701	1,860	1,969	2,105
매출연동비	642	780	849	714	820	815	837	844	2,654	2,986	3,317	3,595
외주/인프라	174	205	199	257	202	224	230	238	684	835	894	989
마케팅비	97	100	105	104	89	110	112	128	417	406	440	496
상각비	150	192	198	210	198	211	213	216	580	751	838	940
기타	45	53	59	72	62	61	63	71	180	228	257	300
영업이익	62.6	113.1	124.3	159.8	120.3	132.8	143.4	212.4	569	460	609	678
YoY (%)	-58.6	-33.5	-16.4	60.4	92.1	17.5	15.4	32.9	-4.6	-19.2	32.4	11.4
영업이익률(%)	3.9	5.9	6.2	8.0	6.0	6.5	6.9	9.6	8.4	6.1	7.3	7.5
당기순이익	8.3	54.8	36.9	-191.7	67.7	121.4	111.4	198.4	1063	-1816	499	607
YoY (%)	-99	-46	-73	적지	712	122	202	흑전	-35.5	-270.9	흑전	21.6
순이익률(%)	0.5	2.8	1.8	-96.0	3.4	6.0	5.3	8.9	15.6	-24.0	6.0	6.7

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
포털 적정가치	690	
24E 매출액	352	
24E 순이익	70	순이익률 20% 가정
Target PER(배)	9.8	글로벌 포털 평균 PER에 40% 할인
특비즈 적정가치	11,748	
24E 매출액	2,180	
24E 순이익	762.89	순이익률 35% 가정
Target PER(배)	15.4	Tencent와 Meta PER 평균에 20% 할인
게임즈 지분가치	349	시가총액에 50% 할인 적용
지분율	41%	
모빌리티 지분가치	2,238	
기업가치	3,885	최근 투자유치 시점 가치에 50% 할인 적용
지분율	58%	
재팬(픽코마) 지분가치	4,088	
기업가치	5,600	투자유치 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	73%	
뱅크 지분가치	370	
기업가치	1,362	시가총액에 50% 할인 적용
지분율	27%	
페이 지분가치	858	
기업가치	1,830	시가총액에 50% 할인 적용
지분율	47%	
카카오엔터 지분가치	5,082	
기업가치	7,700	최근 유상증자 시점 가치에 30% 할인 적용
지분율	66%	
카카오엔터프라이즈 지분가치	972	
기업가치	1,143	최근 투자유치 시점 가치에 50% 할인 적용
지분율	85%	
적정 기업가치	26,396	
발행 주식 수(천 주)	443,326	
적정 주가(원)	59,541	
목표 주가(원)	60,000	
현재 주가(원)	40,000	
상승 여력	50.0%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,911	6,799	7,557	8,341	9,104
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	588	569	461	609	678
EBITDA	961	1,151	1,222	1,513	1,613
순이자손익	36	69	57	221	236
외화관련손익	0	-26	-4	0	0
지분법손익	2,172	1,603	-135	16	0
세전계속사업손익	2,287	1,269	-1,648	648	714
당기순이익	1,640	1,067	-1,817	499	607
지배주주순이익	1,387	1,358	-1,013	505	607
증가율(%)					
매출액	2,704.2	15.0	11.2	10.4	9.1
영업이익	792.7	-3.1	-19.1	32.1	11.4
EBITDA	1,223.9	19.8	6.1	23.8	6.6
순이익	2,571.5	-35.0	적전	흑전	21.6
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	9.9	8.4	6.1	7.3	7.5
EBITDA 이익률	16.3	16.9	16.2	18.1	17.7
세전이익률	38.7	18.7	-21.8	7.8	7.8
순이익률	27.8	15.7	-24.0	6.0	6.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,307	678	1,341	2,432	1,732
당기순이익	1,640	1,067	-1,817	499	607
자산상각비	373	581	761	904	935
운전자본증감	-209	-460	248	1,110	151
매출채권 감소(증가)	-20	-69	-108	-130	-111
재고자산 감소(증가)	-11	-73	43	-13	-13
매입채무 증가(감소)	458	64	364	1,214	265
투자현금흐름	-3,341	-1,574	-1,780	-539	-1,013
유형자산처분(취득)	-213	-439	-561	-586	-693
무형자산 감소(증가)	-76	-91	-135	-122	-134
투자자산 감소(증가)	-1,158	-75	227	269	-58
재무현금흐름	4,441	412	1,020	-124	-27
차입금의 증가(감소)	1,134	265	-75	-117	0
자본의 증가(감소)	52	50	-20	-16	-27
배당금의 지급	-13	-23	-55	-27	-27
총현금흐름	1,051	1,193	1,184	1,288	1,581
(-)운전자본증가(감소)	-570	390	-717	487	-151
(-)설비투자	216	453	575	590	693
(+)자산매각	-73	-76	-121	-118	-134
Free Cash Flow	1,331	275	1,205	94	905
(-)기타투자	2,673	1,041	1,780	-1,497	128
잉여현금	-1,341	-766	-575	1,590	777
NOPLAT	422	479	334	469	577
(+) Dep	373	581	761	904	935
(-)운전자본투자	-570	390	-717	487	-151
(-)Capex	216	453	575	590	693
OpFCF	1,149	218	1,237	296	970

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,102	7,756	8,943	10,625	11,530
현금성자산	6,860	6,022	6,998	8,448	9,198
매출채권	663	772	1,134	1,280	1,392
재고자산	92	160	139	152	165
비유동자산	13,717	14,451	15,090	15,214	15,235
투자자산	6,670	7,464	7,992	8,321	8,449
유형자산	555	885	1,322	1,337	1,360
무형자산	6,348	6,022	5,689	5,556	5,426
자산총계	22,785	22,964	25,180	27,160	28,139
유동부채	5,273	4,768	6,245	7,600	7,907
매입채무	1,556	1,642	3,623	3,039	3,304
유동성이자부채	1,983	1,376	1,925	3,536	3,536
비유동부채	2,885	3,798	3,737	3,869	3,908
비유동이자부채	1,871	2,825	2,577	2,844	2,844
부채총계	9,216	9,448	11,321	13,011	13,419
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	7,782	8,116	8,840	8,866	8,866
이익잉여금	1,689	3,031	1,922	2,395	2,975
자본조정	449	-1,209	-1,043	-1,038	-1,038
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	13,568	13,516	13,859	14,370	14,950

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,111	3,049	-2,276	1,151	1,383
BPS	22,347	22,414	21,948	23,061	24,364
DPS	53	60	61	60	60
CFPS	2,356	2,679	2,662	2,894	3,550
ROA(%)	8.0	5.9	-4.2	1.9	2.2
ROE(%)	17.1	13.6	-10.3	5.0	5.7
ROIC(%)	10.1	7.4	4.9	6.9	8.2
Multiples(x, %)					
PER	36.2	17.4	-23.9	34.7	28.9
PBR	5.0	2.4	2.5	1.7	1.6
PSR	8.5	3.5	3.2	2.1	2.0
PCR	47.7	19.8	20.4	13.8	11.3
EV/EBITDA	49.1	19.0	17.7	10.4	9.2
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	67.9	69.9	81.7	90.5	89.8
Net debt/Equity	-22.2	-13.5	-18.0	-14.4	-18.9
Net debt/EBITDA	-312.7	-158.2	-204.3	-136.7	-174.7
유동비율	153.7	162.7	143.2	139.8	145.8
이자보상배율(배)	14.9	5.2	2.8	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	29.9	34.6	29.9	29.8	28.3
현금+투자자산	70.1	65.4	70.1	70.2	71.7
자본구조(%)					
차입금	22.1	23.7	24.5	30.7	29.9
자기자본	77.9	76.3	75.5	69.3	70.1

[Compliance Notice]

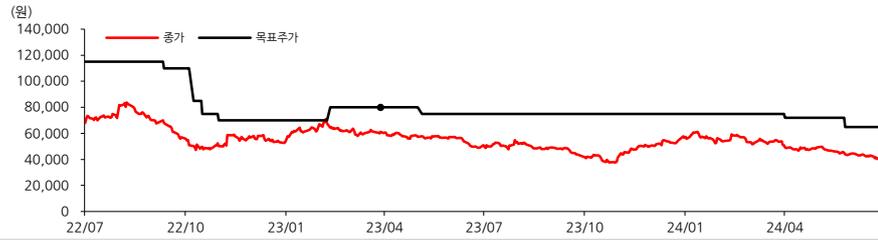
(공표일: 2024년 7월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2022.07.20	2022.08.04	2022.09.14	2022.10.11	2022.10.19
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		115,000	115,000	110,000	85,000	75,000
일시	2022.11.03	2022.11.17	2022.11.25	2023.01.05	2023.02.13	2023.03.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	70,000	70,000	70,000	80,000	80,000
일시	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.09	2024.02.16
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일시	2024.03.12	2024.03.29	2024.04.04	2024.05.10	2024.05.29	2024.07.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	75,000	72,000	72,000	65,000	60,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-33.86	-30.83
2024.05.29	Buy	65,000	-34.11	-31.38
2024.07.03	Buy	60,000		

[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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%