

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

035720 · 인터넷

# 카카오

## 이번 실적은 24년 서프라이즈의 예고편

(유지)

매수

목표주가

82,000원 ▲

상승여력

38.5%

현재주가(24/2/15)

59,200원

KOSPI	2,613.80	시가총액(십억원)	26,344	발행주식수(백만주)	445	외국인 보유비중(%)	26.9
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

### Report summary

#### 4Q23 Review: 컨센서스 상회

매출액 2조 1,710억원(+23% YoY), 영업이익 1,890억원(+109% YoY)으로 컨센서스(매출액 2조 2,150억원, 영업이익 1,520억원)를 상회했다. 콘텐츠 부문이 부진했으나 플랫폼 부문 호조가 이를 상쇄했다. 특비즈 광고형 매출이 3,050억원(+12% YoY)을 기록하며 YoY 성장세가 가속화(1Q: 1%, 2Q: 4%, 3Q: 8%)되었다. 비용 효율화 효과가 나타나기 시작한 영업비용에서의 개선이 강력한 이익 서프라이즈를 견인했다.

#### 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 2% 상향

24F 실적 조정으로 목표주가를 기존 80,000원에서 82,000원(24F 타겟 P/E 68배 유지)으로 상향한다. 실적 모멘텀이 상반기 지속될 가능성이 높다. 예상보다 느린 국내 광고 업황 회복세 속에서도 특비즈 광고 성장세가 가속화되고 있는 부분이 긍정적이다. 뉴이니셔티브 적자폭이 지속 축소됨에 따라 24년 영업이익률은 8.3%까지 회복될 것으로 전망한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.1	16.8	-6.9
상대주가	-6.4	14.8	-13.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,137	7,107	8,106	9,431	10,438
영업이익 (십억원)	595	580	502	780	996
영업이익률 (%)	9.7	8.2	6.2	8.3	9.5
순이익 (십억원)	1,392	1,353	-676	537	689
EPS (원)	3,132	3,037	-1,520	1,206	1,550
ROE (%)	17.1	13.5	-6.7	5.2	6.3
P/E (배)	35.9	17.5	-	49.1	38.2
P/B (배)	5.0	2.4	2.4	2.5	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

#### 4Q23 Review: 컨센서스 상회

4분기 매출액 2조 1,710억원(+23% YoY), 영업이익 1,890억원(+109% YoY)으로 컨센서스(매출액 2조 2,150억원, 영업이익 1,520억원)를 상회했다. 콘텐츠 부문이 부진했으나 플랫폼 부문 호조가 이를 상쇄했다. 비용 효율화 효과가 나타나기 시작한 영업비용에서의 개선이 강력한 이익 서프라이즈를 견인했다.

플랫폼 매출액이 1조 1,220억원(+17% YoY)을 기록하며 예상치를 3% 상회했다. 특비즈 광고형 매출이 3,050억원(+12% YoY)을 기록하며 YoY 성장세가 가속화(1Q: 1%, 2Q: 4%, 3Q: 8%)되었다. 기타 부문 매출이 4,520억원(+30% YoY)으로 호조를 보였는데 이는 카카오페이 해외 결제액 증가에 따른 매출 성장세 가속화(+35% YoY)에 기인한다. 콘텐츠 매출은 1조 490억원(+30% YoY)을 기록하며 예상치를 4% 하회했는데 이는 엔저에 따른 픽코마 매출 역성장(-1% YoY)에 기인한다.

#### 비용 효율화에 따른 수익성 개선세 본격화

4분기 영업비용은 1조 9,820억원(+18% YoY)을 기록하며 예상치를 2% 하회했다. 인건비는 4,770억원(+16% YoY)으로 예상치에 부합했다. 매출연동비가 7,700억원(+9% YoY, -12% QoQ)으로 QoQ 천억원 감소했다. 매출연동비 급감에는 SM 지급수수료 일부를 인건비와 외주용역비로 전환한 영향이 있었으나 외주/인프라비 QoQ 증가폭은 350억원, 인건비 증가폭은 100억원 수준에 그쳤다. 비용 효율화 효과가 본격화되기 시작하며 영업이익률은 8.7%까지 회복되었다. 동사가 8%대 영업이익률을 회복한 것은 6분기만이다. 영업외에서는 1.9조원 규모의 손실이 발생했다. 이는 영업권 손상 1.4조원(타파스 4,600억원, SM 2,550억원, 멜론 2,270억원, 라이온하트 1,380억원 등)과 PPA 손상 2,700억원(카카오게임즈 2,520억원) 발생에 기인한다.

#### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 2% 상향

24F 실적 조정으로 목표주가를 기존 80,000원에서 82,000원(24F 타겟 P/E 68배 유지)으로 상향한다. 24F P/E 49배, 25F 38배에서 거래 중이다. 실적 모멘텀이 상반기 지속될 가능성이 높다. 예상보다 느린 국내 광고 업황 회복세 속에서도 특비즈 광고 성장세가 가속화되고 있는 부분이 긍정적이다. 4분기 특비즈 광고형 YoY 성장세는 12%를 기록하며 경쟁사 대비 확연히 높은 광고 부문 회복세를 보이고 있다. 오픈채팅 광고 도입이 본격화될 경우 성장세는 한층 가팔라질 것이다. 적자 사업부에 대한 강력한 구조 조정을 통한 비용 효율화 작업은 현재 진행형이다. 뉴니셔티브 적자폭이 지속 축소됨에 따라 24년 영업이익률은 8.3%까지 회복될 것으로 전망한다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	1,740	2,040	2,154	2,171	2,190	2,254	2,461	2,526	7,101	8,106	9,431	10,438
(% YoY)	5.1%	11.8%	16.1%	23.0%	25.8%	10.5%	14.2%	16.3%	15.7%	14.2%	16.3%	10.7%
플랫폼부문	965	987	1,023	1,122	1,105	1,130	1,179	1,281	3,765	4,096	4,695	5,231
1) 특비즈	515	501	511	582	577	563	583	658	1,896	2,109	2,382	2,662
2) 포털비즈	84	89	83	88	79	84	78	83	424	344	324	320
3) 플랫폼 기타	366	396	429	452	449	483	517	540	1,445	1,642	1,990	2,249
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,049	1,084	1,124	1,282	1,245	3,336	4,010	4,736	5,207
1) 뮤직	232	481	513	499	511	536	570	556	894	1,725	2,173	2,325
2) 스토리	229	231	249	213	233	239	259	224	921	922	956	1,030
3) 게임	247	231	262	231	235	247	340	347	1,110	971	1,169	1,349
4) 미디어	68	73	107	107	105	103	112	117	412	355	438	503
<b>영업비용</b>	1,671	1,930	2,021	1,982	2,018	2,091	2,255	2,287	6,537	7,604	8,650	9,442
인건비	448	472	467	477	482	488	493	498	1,701	1,865	1,962	2,060
매출연동비	667	803	872	770	801	843	935	934	2,654	3,112	3,513	3,897
외주/인프라비	242	282	289	324	328	340	373	385	924	1,138	1,426	1,578
마케팅비	115	120	125	125	123	129	135	142	485	485	529	556
상각비	150	192	198	205	200	206	225	231	580	746	863	955
기타	50	60	69	80	83	86	94	96	192	258	358	397
<b>영업이익</b>	69	111	133	189	172	163	206	239	564	502	780	996
(% YoY)	-55.7%	-35.7%	-8.5%	108.7%	149.8%	47.3%	54.6%	26.5%	-5.3%	-10.9%	55.5%	27.6%
영업이익률	4.0%	5.4%	6.2%	8.7%	7.9%	7.2%	8.4%	9.5%	7.9%	6.2%	8.3%	9.5%
<b>지배주주순이익</b>	76	55	28	-836	118	111	142	166	1,363	-676	537	689
NPM	4.4%	2.7%	1.3%	-38.5%	5.4%	4.9%	5.8%	6.6%	19.2%	-8.3%	5.7%	6.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	
매출액	8,119	9,525	8,106	9,431	0%	-1%	8,158	9,391	-1%	0%	비용 효율화 반영
영업이익	488	720	502	780	3%	8%	477	653	5%	20%	
지배주주순이익	287	524	-676	537	-	2%	262	465	-	15%	
영업이익률	6.0%	7.6%	6.2%	8.3%	-	-	5.8%	7.0%	-	-	
순이익률	3.5%	5.5%	-8.3%	5.7%	-	-	3.2%	4.9%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q23 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,171	2,176	0%	2,215	-2%
영업이익	189	163	16%	152	25%
지배주주순이익	-836	119	-	83	-

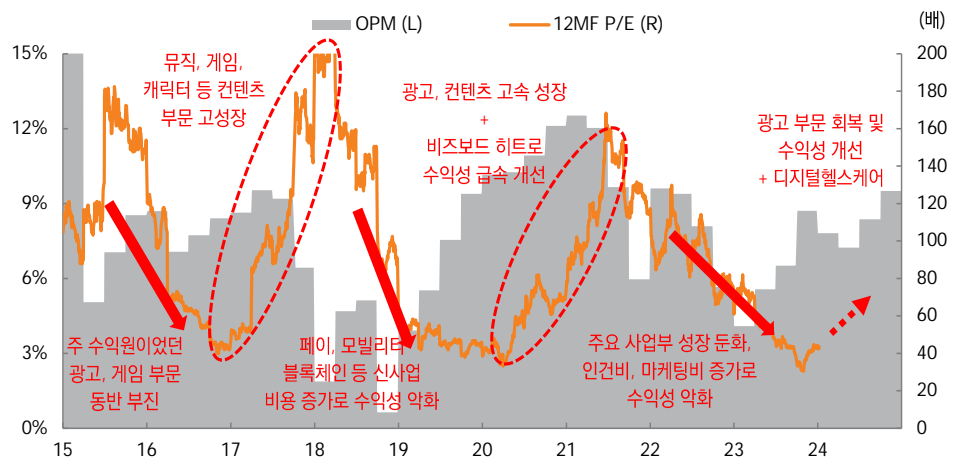
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	536	
Target P/E (배)	68	2019년 평균 P/E. 신규 광고 지면 확대 통한 마진 회복 시기
목표 시가총액 (십억원)	36,476	
주식 수 (천주)	444,999	
목표주가 (원)	82,000	
현재주가 (원)	59,200	
상승여력	38.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12MF P/E, OPM 추이



카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>7,107</b>	<b>8,106</b>	<b>9,431</b>	<b>10,438</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>7,107</b>	<b>8,106</b>	<b>9,431</b>	<b>10,438</b>
판매비와관리비	6,527	7,604	8,650	9,442
<b>조정영업이익</b>	<b>580</b>	<b>502</b>	<b>780</b>	<b>996</b>
<b>영업이익</b>	<b>580</b>	<b>502</b>	<b>780</b>	<b>996</b>
<b>비영업손익</b>	<b>724</b>	<b>-1,884</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>
금융손익	13	4	12	26
관계기업등 투자손익	-58	0	0	0
세전계속사업손익	1,304	-1,382	745	958
계속사업법인세비용	242	115	209	268
계속사업이익	1,063	-1,497	537	689
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1,063</b>	<b>-1,497</b>	<b>537</b>	<b>689</b>
지배주주	1,353	-676	537	689
비지배주주	-290	-821	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-668</b>	<b>-1,497</b>	<b>537</b>	<b>689</b>
지배주주	-269	-602	216	277
비지배주주	-400	-895	321	412
EBITDA	1,162	1,111	1,160	1,341
FCF	225	-568	890	1,005
EBITDA 마진율 (%)	16.4	13.7	12.3	12.8
영업이익률 (%)	8.2	6.2	8.3	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.0	-8.3	5.7	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>7,756</b>	<b>9,032</b>	<b>9,887</b>	<b>10,820</b>
현금 및 현금성자산	4,780	5,792	6,549	7,396
매출채권 및 기타채권	751	947	1,019	1,078
재고자산	160	168	177	186
기타유동자산	2,065	2,125	2,142	2,160
<b>비유동자산</b>	<b>14,451</b>	<b>15,045</b>	<b>14,855</b>	<b>14,745</b>
관계기업투자등	2,652	2,952	2,981	3,011
유형자산	885	1,323	1,209	1,132
무형자산	6,022	5,851	5,736	5,663
<b>자산총계</b>	<b>22,963</b>	<b>25,577</b>	<b>26,241</b>	<b>27,065</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,706</b>	<b>6,811</b>	<b>6,912</b>	<b>7,017</b>
매입채무 및 기타채무	1,369	1,863	1,926	1,992
단기금융부채	1,351	2,233	2,242	2,252
기타유동부채	1,986	2,715	2,744	2,773
<b>비유동부채</b>	<b>3,844</b>	<b>3,730</b>	<b>3,783</b>	<b>3,838</b>
장기금융부채	2,825	2,636	2,636	2,636
기타비유동부채	1,019	1,094	1,147	1,202
<b>부채총계</b>	<b>9,432</b>	<b>11,423</b>	<b>11,577</b>	<b>11,737</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>9,997</b>	<b>10,076</b>	<b>10,587</b>	<b>11,250</b>
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	8,116	8,897	8,897	8,897
이익잉여금	3,046	2,344	2,855	3,518
<b>비지배주주지분</b>	<b>3,535</b>	<b>4,078</b>	<b>4,078</b>	<b>4,078</b>
<b>자본총계</b>	<b>13,532</b>	<b>14,154</b>	<b>14,665</b>	<b>15,328</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>678</b>	<b>282</b>	<b>980</b>	<b>1,115</b>
당기순이익	1,063	-1,497	537	689
비현금수익비용가감	91	665	521	531
유형자산감가상각비	378	413	204	187
무형자산상각비	204	196	175	158
기타	-491	56	142	186
영업활동으로인한자산및부채의변동	-460	1,170	64	81
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-69	-185	-19	-19
재고자산 감소(증가)	-73	-8	-8	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	64	9	10	11
법인세납부	-318	-115	-209	-268
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,574</b>	<b>-2,069</b>	<b>-176</b>	<b>-222</b>
유형자산처분(취득)	-439	-850	-90	-110
무형자산감소(증가)	-91	-25	-60	-85
장단기금융자산의 감소(증가)	255	-451	-26	-27
기타투자활동	-1,299	-743	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>412</b>	<b>1,449</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	865	694	9	9
자본의 증가(감소)	335	781	0	0
배당금의 지급	-23	-26	-26	-26
기타재무활동	-765	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-490</b>	<b>956</b>	<b>757</b>	<b>847</b>
기초현금	5,326	4,836	5,792	6,549
기말현금	4,836	5,792	6,549	7,396

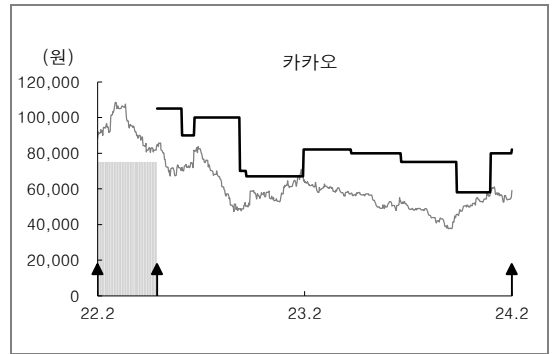
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	17.5	-	49.1	38.2
P/CF (x)	20.5	-	24.9	21.6
P/B (x)	2.4	2.4	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	21.8	22.8	23.1	19.3
EPS (원)	3,037	-1,520	1,206	1,550
CFPS (원)	2,590	-1,871	2,378	2,744
BPS (원)	22,447	22,653	23,800	25,291
DPS (원)	60	60	60	60
배당성향 (%)	2.5	-1.8	4.9	3.8
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	15.8	14.1	16.3	10.7
EBITDA증가율 (%)	20.0	-4.4	4.4	15.6
조정영업이익증가율 (%)	-2.5	-13.5	55.5	27.6
EPS증가율 (%)	-3.0	-	-	28.5
매출채권 회전율 (회)	16.9	15.2	14.8	15.9
재고자산 회전율 (회)	56.4	49.3	54.7	57.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	-6.2	2.1	2.6
ROE (%)	13.5	-6.7	5.2	6.3
ROIC (%)	7.2	9.6	10.1	13.2
부채비율 (%)	69.7	80.7	78.9	76.6
유동비율 (%)	164.8	132.6	143.0	154.2
순차입금/자기자본 (%)	-13.6	-20.2	-24.8	-29.3
조정영업이익/금융비용 (x)	5.3	4.1	5.9	7.5

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오 (035720)				
2024.02.15	매수	82,000	-	-
2024.01.09	매수	80,000	-28.50	-28.50
2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17
2023.08.04	매수	75,000	-39.38	-29.60
2023.05.08	매수	80,000	-33.34	-27.50
2023.02.13	매수	82,000	-26.53	-20.73
2022.11.04	매수	67,000	-12.75	5.82
2022.10.24	매수	70,000	-28.96	-25.29
2022.08.05	매수	100,000	-34.44	-16.30
2022.07.14	매수	90,000	-18.30	-9.22
2022.05.31	매수	105,000	-29.89	-18.38
2022.01.03	분석 대상 제외	-	-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오 올(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.