

# 카카오 (035720/KS)

## 자회사 옥석 가리기

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 55,000 원(하향)

현재주가: 37,000 원

상승여력: 48.6%

### 2Q24 Review: 콘텐츠 매출 -0.4% YoY

매출액 2.0 조원(+4.2% YoY, 이하 동일), 영업이익 1,340 억원(+18.5%), OPM 6.7%(+0.8%p), 지배주주순이익 1,013 억원(+80.6%)으로 영업이익은 컨센서스에 부합했다. 특비즈 광고형 매출은 메세지 광고, 친구탭 기여도 확대로 +8.5% 성장했으나 커머스는 주요 이벤트들이 휴일에 위치하며 선물하기 거래액 성장 둔화(+5.0%)로 매출액 성장은 +4.8%에 그쳤다. 게임즈, 에스엠, 픽코마 등 콘텐츠 자회사들의 부진 영향이 컸다. 영업비용(+3.4%)은 전반적으로 효율화 기조가 이어졌으나 5 월 골든위크 프로모션 영향으로 픽코마항 마케팅비 집행이 커 마케팅비가 +7.8% 증가했다.

### 하반기도 tough

광고, 커머스, 뮤직, 스토리, AI 사업 모두 하반기에도 경쟁 심화, 업황 부진 영향으로 편안한 이익 성장은 쉽지 않아 보인다. 스토리는 웹툰엔터테인먼트 상장 이후 핵심 지역인 일본 내 경쟁이 심화되어 당분간은 마케팅비 집행이 지속될 것으로 예상된다. 또한 브레인 연결 편입 영향이 본격적으로 반영되며 뉴니셔티브는 적자는 축소되나 별도단에서는 인건비와 외주/인프라비 부담이 가중된다. 게임즈도 하반기 기대작 부재로 이익 반등은 어렵다.

### 목표주가 5.5 만원으로 하향

자회사 이익 기여도 감소에 따라 기존대비 자회사들에 적용하는 할인율 확대(40-50%)하며 목표주가를 기존 6.2 만원에서 5.5 만원으로 하향한다. 여전히 특비즈 사업의 성장 여력은 높다고 판단하나 콘텐츠 자회사들의 부진, AI 사업 투자에 대한 부담으로 자회사 이익 기여가 낮아져 별도 이익 성장이 상쇄하기 버거워졌다. 이제부터는 비핵심 사업 및 프로젝트는 정리하여 전사 수익성 관리, 핵심 사업인 특비즈와 AI 에 리소스를 효율적으로 배분해 역량을 강화하는 작업이 필요하다. 사업 포트폴리오 재편, 거버넌스 우려 해소, 주주환원 확대 시 주가는 반등 시그널을 보일 수 있다.



Analyst  
남효지

hynam@sk.com.kr  
3773-9288

#### Company Data

발행주식수	44,349 만주
시가총액	16,409 십억원
주요주주	
김범수(외92)	24.22%
MAXIMOPT E	6.31%

#### Stock Data

주가(24/08/09)	37,000 원
KOSPI	2,588.43 pt
52주 최고가	61,100 원
52주 최저가	36,300 원
60일 평균 거래대금	55 십억원

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	5,911	6,799	7,557	8,161	8,689	9,388
영업이익	십억원	588	569	461	570	760	942
순이익(지배주주)	십억원	1,387	1,358	-1,013	352	505	614
EPS	원	3,111	3,049	-2,276	793	1,138	1,384
PER	배	36.2	17.4	-23.9	46.7	32.5	26.7
PBR	배	5.0	2.4	2.5	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	배	52.5	21.5	21.0	12.2	12.1	10.4
ROE	%	17.1	13.6	-10.3	3.5	4.9	5.6

목표주가 산출		
항목	값	비고
<b>1) 사업가치</b>	<b>11,856.5</b>	
<b>특비즈 광고</b>		
NOPLAT	283.0	OPM 29% 가정
Target Multiple	20.6	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 적용
<b>적정 가치</b>	<b>5,836.4</b>	
<b>카카오커머스</b>		
NOPLAT	202.2	OPM 27% 가정
Target Multiple	25.6	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 50% 할인 적용
<b>적정 가치</b>	<b>5,183.4</b>	
<b>포털 광고</b>		
NOPLAT	68.7	OPM 25% 가정
Target Multiple	12.2	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 50% 할인 적용
<b>적정 가치</b>	<b>836.7</b>	
<b>2) 종속기업 가치</b>	<b>12,691.7</b>	
<b>카카오페이</b>		
지분율	46.5%	
<b>적정가치</b>	<b>889.8</b>	3개월 평균 시가총액 50% 할인
<b>카카오뱅크</b>		
지분율	27.2%	
<b>적정가치</b>	<b>1,404.7</b>	3개월 평균 시가총액 50% 할인
<b>카카오게임즈</b>		
지분율	41.3%	
<b>적정가치</b>	<b>340.1</b>	3개월 평균 시가총액 50% 할인
<b>카카오엔터테인먼트</b>		
지분율	67.6%	
<b>적정가치</b>	<b>3,819.5</b>	투자유치 시 기업가치에 할인 적용(23/1/12)
<b>카카오재팬</b>		
지분율	73.0%	
<b>적정가치</b>	<b>2,908.6</b>	투자유치 시 기업가치에 할인 적용(21/5/20)
<b>카카오모빌리티</b>		
지분율	57.3%	
<b>적정가치</b>	<b>2,229.1</b>	최근 유상증자 반영(23/3/6)
<b>카카오엔터프라이즈</b>		
지분율	85.1%	
<b>적정가치</b>	<b>1,099.9</b>	최근 유상증자 반영(22/6/24)
<b>합산 가치</b>	<b>24,548.2</b>	
주식 수(천 주)	445,243.9	
적정 주가(원)	55,134	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>55,000</b>	
현재 주가(원)	37,000	
상승 여력	48.6%	

자료: SK 증권

	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>2,004.9</b>	<b>2,033.8</b>	<b>2,133.5</b>	<b>7,557.0</b>	<b>8,160.5</b>	<b>8,689.4</b>
플랫폼	848.1	869.5	880.0	956.8	954.8	955.3	990.0	1,059.2	3,554.4	3,959.2	4,284.5
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	522.1	513.9	540.1	579.9	1,982.2	2,156.1	2,326.7
광고형	252.0	283.0	280.0	304.8	278.7	307.0	310.0	324.1	1,119.8	1,219.8	1,308.0
거래형	232.7	197.4	199.5	232.8	243.4	206.9	230.2	255.8	862.4	936.3	1,018.7
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	84.7	87.9	84.6	86.5	344.3	343.6	343.7
플랫폼 기타	279.8	299.6	317.3	331.2	348.0	353.5	365.3	392.8	1,227.9	1,459.5	1,614.1
콘텐츠	775.6	1,053.8	1,131.5	1,041.7	1,033.6	1,049.6	1,043.8	1,074.3	4,002.6	4,201.3	4,404.9
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	243.1	233.5	231.5	235.5	1,009.5	943.7	1,053.3
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	468.2	510.9	500.3	520.4	1,723.9	1,999.8	2,068.9
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	227.0	215.7	219.4	222.3	922.1	884.4	906.4
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	95.2	89.6	92.6	96.0	347.0	373.5	376.4
<i>YoY growth rate</i>											
매출액	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	22.5%	4.2%	1.1%	6.8%	11.1%	8.0%	6.5%
플랫폼	4.0%	2.2%	-3.2%	7.9%	12.6%	9.9%	12.5%	10.7%	2.7%	11.4%	8.2%
특비즈	5.2%	6.0%	2.6%	3.4%	7.7%	7.0%	12.7%	7.9%	4.2%	8.8%	7.9%
광고형	0.9%	4.4%	7.7%	11.5%	10.6%	8.5%	10.7%	6.3%	6.2%	8.9%	7.2%
거래형	10.2%	8.4%	-3.8%	-2.0%	4.6%	4.8%	15.4%	9.9%	2.9%	8.6%	8.8%
포털비즈	-26.7%	-12.6%	-24.2%	-10.1%	1.4%	-1.8%	1.6%	-1.8%	-18.8%	-0.2%	0.0%
플랫폼 기타	16.3%	1.6%	-4.4%	23.1%	24.3%	18.0%	15.1%	18.6%	8.0%	18.9%	10.6%
콘텐츠	1.3%	18.2%	29.8%	29.0%	33.3%	-0.4%	-7.7%	3.1%	20.0%	5.0%	4.8%
게임	0.6%	-20.3%	-11.5%	0.4%	-1.7%	-13.1%	-11.6%	1.7%	-9.0%	-6.5%	11.6%
뮤직	13.5%	129.7%	105.2%	116.3%	101.8%	6.3%	-2.5%	4.5%	92.8%	16.0%	3.5%
스토리	-4.9%	1.5%	7.7%	-3.7%	-0.7%	-6.6%	-11.9%	4.2%	0.1%	-4.1%	2.5%
미디어	-9.7%	-37.7%	13.6%	-20.8%	40.6%	21.9%	-13.4%	-2.8%	-15.8%	7.6%	0.8%
영업비용	1,561.2	1,810.2	1,887.2	1,837.6	1,868.1	1,870.9	1,888.8	1,962.4	7,096.1	7,590.2	7,929.8
YoY growth rate	9.1%	15.1%	15.6%	15.2%	19.7%	3.4%	0.1%	6.8%	13.9%	7.0%	4.5%
<b>영업이익</b>	<b>62.6</b>	<b>113.1</b>	<b>124.3</b>	<b>160.9</b>	<b>120.3</b>	<b>134.0</b>	<b>145.0</b>	<b>171.1</b>	<b>460.9</b>	<b>570.4</b>	<b>759.6</b>
영업이익률	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	6.7%	7.1%	8.0%	6.1%	7.0%	8.7%
YoY growth rate	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	92.2%	18.5%	16.6%	6.4%	-19.1%	23.8%	33.2%
<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>87.1</b>	<b>108.6</b>	<b>133.0</b>	<b>-1,816.7</b>	<b>396.4</b>	<b>566.9</b>
지배주주순이익	70.7	56.1	21.1	-1,160.4	73.7	101.3	94.9	81.8	-1,012.6	351.7	504.5

자료: 카카오, SK 증권

	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E
매출액	2,022.6	2,102.4	2,215.1	2,060.1	2,004.9	2,033.8	2,133.5	2,009.6	-0.9%	-3.3%	-3.7%	-2.5%
영업이익	125.6	154.6	184.7	125.3	134.0	145.0	171.1	133.6	6.7%	-6.2%	-7.3%	6.6%
지배주주순이익	88.6	83.7	82.1	105.9	101.3	94.9	81.8	98.2	14.3%	13.3%	-0.4%	-7.2%

자료: SK 증권

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출총이익	8,328.4	9,049.1	9,852.4	8,160.5	8,689.4	9,387.7	-2.0%	-4.0%	-4.7%
영업이익	585.1	772.0	968.9	570.4	759.6	942.2	-2.5%	-1.6%	-2.8%
지배주주순이익	328.2	460.2	574.3	351.7	504.5	613.7	7.2%	9.6%	6.9%

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	7,756	8,943	10,537	11,831	13,412
현금및현금성자산	4,780	5,269	5,664	6,527	7,796
매출채권 및 기타채권	772	1,134	1,499	1,639	1,739
재고자산	160	139	183	200	213
<b>비유동자산</b>	14,451	15,090	16,060	16,144	15,852
장기금융자산	2,274	2,481	2,680	2,722	2,752
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	27,880	29,258	30,546
<b>유동부채</b>	4,768	6,245	7,947	8,670	9,192
단기금융부채	1,376	1,923	2,543	2,779	2,949
매입채무 및 기타채무	1,369	1,794	4,791	5,236	5,557
단기충당부채	21	21	27	30	32
<b>비유동부채</b>	3,798	3,737	4,134	4,248	4,331
장기금융부채	2,825	2,577	2,844	2,844	2,844
장기매입채무 및 기타채무	135	228	58	58	58
장기충당부채	70	81	107	117	124
<b>부채총계</b>	9,448	11,321	13,578	14,415	15,020
<b>지배주주지분</b>	9,984	9,764	10,150	10,628	11,215
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	2,242	2,720	3,307
비지배주주지분	3,532	4,095	4,153	4,215	4,312
<b>자본총계</b>	13,516	13,859	14,303	14,843	15,526
<b>부채외자본총계</b>	22,964	25,180	27,880	29,258	30,546

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	678	1,341	3,858	1,665	1,619
당기순이익(손실)	1,067	-1,817	396	567	710
비현금성항목등	126	3,001	942	665	628
유형자산감가상각비	378	489	622	405	289
무형자산상각비	204	271	263	243	295
기타	-455	2,240	57	16	45
운전자본감소(증가)	-460	248	2,514	445	321
매출채권및기타채권의감소(증가)	-69	-108	-350	-139	-100
재고자산의감소(증가)	-73	43	-44	-17	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	364	2,966	445	321
기타	-373	-394	-221	-255	-346
법인세납부	-318	-303	-226	-243	-304
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,574	-1,780	-2,157	-949	-448
금융자산의감소(증가)	-75	224	-600	-212	-153
유형자산의감소(증가)	-439	-561	-102	0	0
무형자산의감소(증가)	-91	-135	-333	-330	0
기타	-970	-1,308	-1,122	-407	-294
<b>재무활동현금흐름</b>	412	1,020	-1,117	209	144
단기금융부채의증가(감소)	-297	-59	-1,048	236	170
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	275	862	1,269
기초현금	5,326	4,836	5,389	5,664	6,527
기말현금	4,836	5,389	5,664	6,527	7,796
FCF	240	780	3,755	1,665	1,619

자료 : 카카오, SK증권 추정

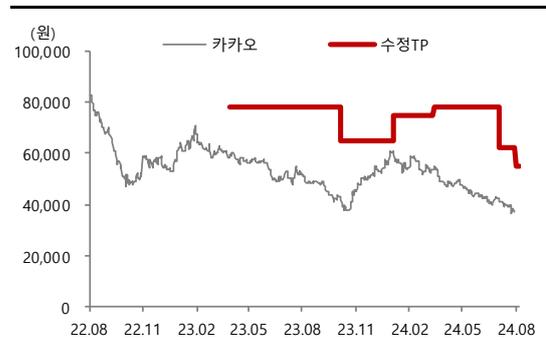
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	6,799	7,557	8,161	8,689	9,388
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	6,799	7,557	8,161	8,689	9,388
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	6,229	7,096	7,590	7,930	8,446
<b>영업이익</b>	569	461	570	760	942
영업이익률(%)	8.4	6.1	7.0	8.7	10.0
<b>비영업손익</b>	700	-2,109	80	50	73
순금융손익	13	27	203	231	263
외환관련손익	-26	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	-58	4	67	37	59
<b>세전계속사업이익</b>	1,269	-1,648	651	810	1,015
세전계속사업이익률(%)	18.7	-21.8	8.0	9.3	10.8
<b>계속사업법인세</b>	202	168	254	243	304
<b>계속사업이익</b>	1,067	-1,817	396	567	710
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,067	-1,817	396	567	710
순이익률(%)	15.7	-24.0	4.9	6.5	7.6
지배주주	1,358	-1,013	352	505	614
지배주주귀속 순이익률(%)	20.0	-13.4	4.3	5.8	6.5
비지배주주	-291	-804	45	62	97
총포괄이익	-663	-1,715	448	567	710
지배주주	-262	-884	411	521	652
비지배주주	-400	-831	37	46	58
<b>EBITDA</b>	1,151	1,222	1,455	1,408	1,525

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.0	11.2	8.0	6.5	8.0
영업이익	-3.1	-19.1	23.8	33.2	24.0
세전계속사업이익	-44.5	적전	흑전	24.5	25.3
EBITDA	19.8	6.1	19.1	-3.2	8.3
EPS	-2.0	적전	흑전	43.4	21.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	4.7	-7.5	1.5	2.0	2.4
ROE	13.6	-10.3	3.5	4.9	5.6
EBITDA마진	16.9	16.2	17.8	16.2	16.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	162.7	143.2	132.6	136.5	145.9
부채비율	69.9	81.7	94.9	97.1	96.7
순차입금/자기자본	-17.7	-19.1	-19.4	-24.3	-31.3
EBITDA/이자비용(배)	10.5	7.5	0.0	0.0	0.0
배당성향	1.9	-2.6	7.6	5.3	4.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,049	-2,276	793	1,138	1,384
BPS	22,416	21,951	22,889	23,966	25,290
CFPS	4,354	-566	2,788	2,600	2,699
주당 현금배당금	60	61	61	61	61
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	17.4	-23.9	46.7	32.5	26.7
PBR	2.4	2.5	1.6	1.5	1.5
PCR	12.2	-95.9	13.3	14.2	13.7
EV/EBITDA	21.5	21.0	12.2	12.1	10.4
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.08.12	매수	55,000원	6개월		
2024.07.16	매수	62,000원	6개월	-36.46%	-33.31%
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%



### 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 08월 12일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------