

2023. 7. 11



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **63,000 원**

현재주가 (7.10) **49,850 원**

상승여력 **26.4%**

KOSPI	2,520.70pt
시가총액	221,465억원
발행주식수	44,426만주
유동주식비율	74.31%
외국인비중	25.49%
52주 최고/최저가	83,700원/47,300원
평균거래대금	846.6억원

주요주주(%)

김범수 외 91 인	24.17
국민연금공단	6.38
MAXIMO PTE	6.30

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.6	-17.9	-30.6
상대주가	-7.4	-23.4	-35.3

주가그래프



# 카카오 035720

## 하반기 이후를 기대

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 기대치 하회 전망
- ✓ 특비즈 개선 크지 않고 에스엠 연결 편입 효과 및 일본 콘텐츠 제외 시 콘텐츠 실적 개선 지연된 영향. 하반기 이익 반등의 키는 특비즈
- ✓ AI 투자 관련 비용이 집행되기 시작하는 점도 단기 실적 부담 가중
- ✓ 보유 콘텐츠 자회사를 통한 생성 AI 수익화나 특비즈 반등이 시장 관심 높일 것

### 2분기 기대치 하회 전망

카카오의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 408억원(+12% YoY, 이하 동일)과 1,136억원(-34%)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 2H22 친구 탭에 이어 지난 5월 카카오톡 세번째 탭을 뉴 탭에서 오픈채팅 탭으로 변경한 데 따른 광고 효과는 예상보다 더디게 나타나고 있다. 2분기 비즈보드는 -4%, 특채널은 12% 성장이 예상되며 하반기 이익 반등의 키는 여전히 특비즈에 달려있다.

엔터/미디어/스토리 등 콘텐츠 부문 개선도 하반기 이후를 기대해야 할 것으로 판단된다. 에스엠이 연결 편입되며 탑라인 성장을 주도하나 이익 측면에서는 영업권 상각(200억원 가정)이 이루어지며 영향이 제한적일 것으로 예상된다. 일본 웹툰/웹소설 시장은 여전히 건조한데 반해 한국을 비롯한 기타 지역이 부진한 영향으로 스토리 부문은 1분기 이익 기초가 유지될 전망이다. AI 관련 투자가 증가한 부분도 일부 비용으로 집행되기 시작하는 시기다. 당사는 관련 비용이 QoQ 170억원 증가할 것으로 추정했다. 비용 자산화 회계 처리 방식에 따라 변동 가능하다.

### 하반기 반등 위해서는

적정주가를 기존 72,000원에서 63,000원으로 하향한다. 이는 1) 광고 개선 지연을 반영하였으며 2) 대상 기간을 기존 2023E에서 2H23-1H24E로 변경한 데 따른다. 당사는 하반기 Ko GPT 출시를 예고하고 있다. AI 투자 관련 입장을 선화한 지 얼마 되지 않은 만큼 수익화 모델은 1차적 검색 시장을 타깃하고 있다. 그러나 구글이 Bard를 공개하며 생성 AI 내 B2C 측면에서의 시도는 정점을 지났다고 판단되어 이보다는 보유한 다수 콘텐츠 자회사를 활용한 수익화가 동사에 유리할 것으로 판단한다. 생성 AI 수익화 혹은 특비즈 반등이 시장 기대를 높일 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	6,136.7	594.9	1,392.2	3,132	835.8	22,391	35.9	5.0	52.1	17.1	67.6
2022	7,106.8	580.3	1,352.9	3,037	-35.6	22,444	17.5	2.4	21.3	13.5	69.7
2023E	8,302.8	464.8	454.7	1,023	-57.3	23,748	48.7	2.1	21.4	4.4	71.8
2024E	9,330.7	628.1	450.4	1,014	24.2	25,299	49.1	2.0	15.9	4.1	63.3
2025E	9,666.7	545.8	459.0	1,034	-4.2	26,778	48.2	1.9	15.5	4.0	61.1

표1 카카오 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	2,040.8	1,822.3	12.0	1,740.3	17.3	2,055.6	-0.7
영업이익	113.6	171.0	-33.6	71.1	59.6	135.8	-16.4
세전이익	139.6	236.5	-41.0	73.4	90.3	173.7	-19.6
지배순이익	103.5	67.6	53.1	77.5	33.5	101.6	1.9

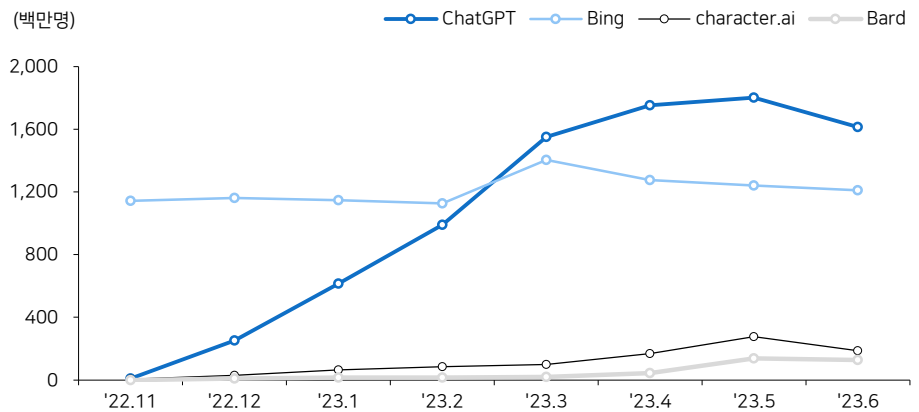
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표2 카카오 적정주가 산출

(원)	비고
보정 EPS	1,068 상장 자회사 순이익 차감한 2H23-1H24E 순이익
적정배수(X)	59.2 상장 자회사 제거한 12M Fwd PER 과거 5년 평균 53.8배에 10% 할증
적정주가	63,000 63,226원 반올림
현재주가	49,850
상승여력(%)	26.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 구글 Bard 공개되며 생성 AI, B2C 시도 점점 지난 것으로 보여



주: 글로벌 웹+모바일 월간 방문자수

자료: similarweb, 메리츠증권 리서치센터

표3 카카오 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>1,652</b>	<b>1,822</b>	<b>1,859</b>	<b>1,774</b>	<b>1,740</b>	<b>2,041</b>	<b>2,196</b>	<b>2,326</b>	<b>6,137</b>	<b>7,107</b>	<b>8,303</b>	<b>9,331</b>
플랫폼부문	886	931	987	967	965	978	1,018	1,096	3,241	3,770	4,057	4,440
특비즈	461	453	467	520	516	501	535	575	1,644	1,902	2,126	2,314
포털비즈	114	102	110	98	84	87	88	88	493	424	347	329
플랫폼 기타	311	375	410	349	366	390	396	433	1,104	1,445	1,584	1,797
콘텐츠부문	766	892	872	808	776	1,063	1,177	1,231	2,896	3,337	4,246	4,891
게임	246	337	296	231	247	299	295	350	999	1,110	1,191	1,401
뮤직	204	209	250	231	232	460	533	524	773	894	1,749	2,054
에스엠						224	267	291			783	1,058
스토리	240	228	231	222	229	231	231	233	792	921	924	982
미디어	75	118	94	125	68	73	119	124	333	412	383	453
<b>% YoY</b>												
매출	31.3	34.8	6.8	-0.7	5.4	12.0	18.1	31.1	47.6	15.8	16.8	12.4
플랫폼부문	27.4	22.2	26.7	-3.8	8.9	5.1	3.2	13.3	44.2	16.3	7.6	9.4
특비즈	23.4	16.1	15.4	9.5	11.8	10.5	14.4	10.5	43.1	15.7	11.8	8.8
포털비즈	-2.9	-18.2	-7.9	-25.1	-26.7	-15.0	-20.0	-10.0	3.0	-13.9	-18.3	-5.0
플랫폼 기타	52.1	52.4	60.9	-12.6	17.6	4.1	-3.4	24.0	77.8	30.8	9.7	13.4
콘텐츠부문	36.1	51.0	-9.4	3.4	1.3	19.2	35.0	52.4	51.7	15.2	27.2	15.2
게임	88.7	162.0	-36.1	-16.6	0.6	-11.2	-0.5	51.6	101.6	11.1	7.3	17.7
뮤직	10.7	11.3	26.9	13.7	13.5	119.7	113.0	127.3	9.5	15.8	95.5	17.5
스토리	37.7	22.1	5.7	4.6	-4.9	1.5	-0.1	5.1	49.9	16.3	0.3	6.4
미디어	2.9	35.0	13.3	39.5	-9.7	-38.4	26.1	-0.8	84.8	23.7	-7.0	18.4
<b>영업비용</b>	<b>1,493</b>	<b>1,651</b>	<b>1,708</b>	<b>1,674</b>	<b>1,669</b>	<b>1,927</b>	<b>2,049</b>	<b>2,193</b>	<b>5,542</b>	<b>6,527</b>	<b>7,838</b>	<b>8,703</b>
% to sales	90.4	90.6	91.9	94.3	95.9	94.4	93.3	94.3	90.3	91.8	94.4	93.3
% YoY	35.7	38.8	8.6	-0.3	11.8	16.7	19.9	31.0	49.7	17.8	20.1	11.0
인건비	420.0	426.2	433.3	407.6	445.8	446.5	450.7	475.4	1,417	1,687	1,818	1,933
매출연동비	584.4	654.8	711.4	705.1	666.8	863.7	969.8	1,036.1	2,477	2,656	3,536	3,983
외주/인프라비	204.6	235.8	238.4	246.0	242.0	250.4	258.3	284.5	741	925	1,035	1,158
마케팅비	114.6	150.3	112.0	108.4	114.6	135.3	124.0	129.5	435	485	503	561
상각비	130.8	135.6	153.0	162.3	150.3	175.2	186.1	203.7	367	582	715	814
금융영업비용	1.4	4.0	10.5	-3.9	4.8	4.0	4.0	4.0	9	12	17	14
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>159</b>	<b>171</b>	<b>150</b>	<b>100</b>	<b>71</b>	<b>114</b>	<b>147</b>	<b>134</b>	<b>595</b>	<b>580</b>	<b>465</b>	<b>628</b>
% YoY	0.7	5.2	-10.6	-5.9	-55.2	-33.6	-2.5	33.1	30.5	-2.5	-19.9	35.1
영업이익률(%)	9.6	9.4	8.1	5.7	4.1	5.6	6.7	5.7	9.7	8.2	5.6	6.7
<b>별도</b>	<b>123</b>	<b>137</b>	<b>121</b>	<b>170</b>	<b>129</b>	<b>138</b>	<b>157</b>	<b>156</b>	<b>402</b>	<b>551</b>	<b>580</b>	<b>579</b>
% YoY	60.4	40.8	25.2	29.4	5.1	0.8	30.0	-8.5	34.0	37.1	5.3	-0.3
영업이익률(%)	107.9	133.8	110.0	173.9	154.9	158.7	178.8	176.7	81.6	129.9	167.4	175.8
<b>자회사</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>-70</b>	<b>-58</b>	<b>-25</b>	<b>-10</b>	<b>-22</b>	<b>193</b>	<b>29</b>	<b>-115</b>	<b>49</b>
% YoY	-56.0	-47.9	-58.8	적지	적전	적전	적전	적지	23.8	-84.9	적전	흑전
영업이익률(%)	14.5	10.1	10.0	-30.3	-23.6	-8.2	-3.6	-6.3	19.3	2.6	-9.7	3.5

주: 상장 자회사 제외 영업이익은 카카오게임즈, 카카오페이, 에스엠 영업이익을 카카오 연결 실적에서 제외한 값

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오 (035720)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>6,136.7</b>	<b>7,106.8</b>	<b>8,302.8</b>	<b>9,330.7</b>	<b>9,666.7</b>
매출액증가율 (%)	47.6	15.8	16.8	12.4	3.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,136.7	7,106.8	8,302.8	9,330.7	9,666.7
판매관리비	5,541.8	6,526.5	7,838.0	8,702.6	9,121.0
<b>영업이익</b>	<b>594.9</b>	<b>580.3</b>	<b>464.8</b>	<b>628.1</b>	<b>545.8</b>
영업이익률	9.7	8.2	5.6	6.7	5.6
금융손익	-137.5	-120.4	76.4	28.1	100.5
중속/관계기업손익	510.1	-57.6	-2.1	8.7	8.7
기타영업외손익	1,326.2	902.1	48.7	84.0	-77.3
세전계속사업이익	2,293.7	1,304.4	587.7	748.9	742.3
법인세비용	647.5	241.8	134.4	186.4	203.2
<b>당기순이익</b>	<b>1,646.2</b>	<b>1,062.6</b>	<b>453.2</b>	<b>562.5</b>	<b>539.1</b>
지배주주지분 손이익	1,392.2	1,352.9	454.7	450.4	459.0

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>8,102.2</b>	<b>7,755.7</b>	<b>6,629.9</b>	<b>7,075.4</b>	<b>8,017.9</b>
현금및현금성자산	5,231.5	4,780.2	3,204.7	5,885.9	6,725.1
매출채권	398.1	440.9	1,758.3	179.2	185.7
재고자산	91.8	160.3	49.5	54.4	160.3
<b>비유동자산</b>	<b>13,712.0</b>	<b>14,450.9</b>	<b>16,511.4</b>	<b>15,759.8</b>	<b>15,270.6</b>
유형자산	554.9	885.4	1,141.9	1,137.0	906.8
무형자산	6,347.8	6,022.4	7,150.6	6,418.1	6,093.2
투자자산	4,891.4	4,889.7	5,565.4	5,551.2	5,617.1
<b>자산총계</b>	<b>22,779.6</b>	<b>22,963.5</b>	<b>23,975.9</b>	<b>23,668.0</b>	<b>24,162.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,246.1</b>	<b>4,706.0</b>	<b>5,505.9</b>	<b>4,703.2</b>	<b>4,823.1</b>
매입채무	69.8	94.4	110.3	124.0	128.4
단기차입금	896.5	1,055.1	1,055.1	1,055.1	1,055.1
유동성장기부채	0.1	0.0	460.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>2,885.1</b>	<b>3,843.9</b>	<b>3,530.9</b>	<b>3,390.7</b>	<b>3,256.3</b>
사채	497.7	460.9	160.9	160.9	160.9
장기차입금	55.4	715.3	715.3	715.3	715.3
<b>부채총계</b>	<b>9,189.6</b>	<b>9,431.6</b>	<b>10,018.4</b>	<b>9,175.5</b>	<b>9,161.1</b>
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	7,781.3	8,115.9	8,115.9	8,115.9	8,115.9
기타포괄이익누계액	371.8	-1,250.7	-1,250.7	-1,250.7	-1,250.7
이익잉여금	1,709.6	3,046.5	3,595.9	4,284.6	4,941.3
비지배주주지분	3,605.6	3,534.6	3,410.7	3,257.0	3,109.7
<b>자본총계</b>	<b>13,590.0</b>	<b>13,531.9</b>	<b>13,957.5</b>	<b>14,492.4</b>	<b>15,001.8</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,306.6</b>	<b>678.4</b>	<b>705.0</b>	<b>2,253.3</b>	<b>1,369.8</b>
당기순이익(손실)	1,646.2	1,062.6	453.2	562.5	539.1
유형자산상각비	237.8	377.7	443.5	505.0	530.2
무형자산상각비	135.4	203.8	271.8	309.5	325.0
운전자본의 증감	-209.0	-460.2	-527.1	876.4	-24.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3,341.0</b>	<b>-1,574.1</b>	<b>-2,534.3</b>	<b>1,035.5</b>	<b>-383.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-216.2	-452.9	-700.0	-500.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-1,782.9	-56.0	-675.7	14.2	-66.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>4,441.2</b>	<b>411.8</b>	<b>253.8</b>	<b>-607.6</b>	<b>-147.6</b>
차입금의 증감	2,866.1	321.6	280.0	-580.0	-120.0
자본의 증가	1,948.5	334.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,431.4	-489.8	-1,575.5	2,681.2	839.2
기초현금	2,894.3	5,325.7	4,835.9	3,260.4	5,941.5
기말현금	5,325.7	4,835.9	3,260.4	5,941.5	6,780.7

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	13,808	15,954	18,675	21,010	21,767
EPS(지배주주)	3,132	3,037	1,023	1,014	1,034
CFPS	2,361	2,590	2,986	3,427	3,431
EBITDAPS	2,178	2,608	2,654	3,248	3,155
BPS	22,391	22,444	23,748	25,299	26,778
DPS	53	60	63	63	68
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	35.9	17.5	48.7	49.1	48.2
PCR	47.7	20.5	16.7	14.5	14.5
PSR	8.1	3.3	2.7	2.4	2.3
PBR	5.0	2.4	2.1	2.0	1.9
EBITDA	968.1	1,161.8	1,180.0	1,442.6	1,400.9
EV/EBITDA	52.1	21.3	21.4	15.9	15.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	17.1	13.5	4.4	4.1	4.0
EBITDA 이익률	15.8	16.3	14.2	15.5	14.5
부채비율	67.6	69.7	71.8	63.3	61.1
금융비용부담률	0.6	1.5	1.4	1.2	1.1
이자보상배율(x)	15.1	5.3	3.9	5.5	5.2
매출채권회전율(x)	19.0	16.9	7.6	9.6	53.0
재고자산회전율(x)	89.2	56.4	79.2	179.7	90.0

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**카카오 (035720) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.06.01	산업분석	Buy	150,000	김동희	-0.7	13.0	
2021.08.09	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-36.6	-17.6	
2022.02.14	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-38.5	-32.2	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	78,000	이호진	-36.7	-32.9	
2022.11.03	산업분석	Buy	63,000	이호진	-11.8	-3.0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	72,000	이호진	-18.3	-1.5	
2023.07.11	기업브리프	Buy	63,000	이호진	-	-	