

2023. 5. 8



▲ 인터넷/게임

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

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

Buy

적정주가 (12개월) **72,000 원**

현재주가 (5.4) **57,200 원**

상승여력 **25.9%**

KOSPI	2,500.94pt
시가총액	254,916억원
발행주식수	44,376만주
유동주식비율	73.93%
외국인비중	26.16%
52주 최고/최저가	89,000원/47,300원
평균거래대금	1,219.7억원

주요주주(%)

김범수 외 72 인	24.13
국민연금공단	6.36
MAXIMO PTE	6.28

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	13.7	-35.7
상대주가	-6.5	6.8	-31.2

주가그래프



카카오 035720

새로운 결정을 응원하며

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 711억원으로 기대치 하회
- ✓ 지난 2월 AI 투자 보수적 집행 방향에서 본격 투자로 선회, 관련 적자 확대 예상
- ✓ 2분기부터 에스엠 재무 기여 시작. 이를 반영하면 연결 영업이익은 전년 수준 전망
- ✓ 기술에 기반한 MS 약진 고려 시 동사 투자는 늦었지만 필요했던 결정. 다만 당분간 수익 훼손 불가피. 동사의 생성 AI가 대중성/고도화 쟁취할 수 있을지 지켜볼 때

1Q23 Review: 광고 제외 전 부문 기대치 하회

1분기 카카오의 연결 매출 및 영업이익은 각각 1조 7,403억원(+5% YoY, 이하 동일)과 711억원(-55%)으로 기대치를 하회했다. 광고와 커머스를 제외한 전 부문에서 기대치를 하회했다. 다만 순이익은 법인세 환입 효과로 예상치에 부합했다.

1분기 전사 광고 성장률은 -8%로 예상에 부합한 것으로 보여진다. 비즈보드 지면 확대 효과를 제외한 effective CPM은 -20%대를 기록한 것으로 추정된다. 2분기 계절성을 제외하면 1분기 흐름이 이어질 전망이다. 비즈보드의 부진, 톡채널(1Q 17%)의 성장이 이어지며 2분기까지 카카오톡 광고 매출은 전년과 유사할 전망이다.

대부분 사업부가 전분기와 유사한 흐름을 기록했으나 픽코마의 보수적 마케팅 전략이 확대 방향으로 선회, 스토리 거래액은 12% 증가하며 분기 최고치를 기록했다. 다만 비용 집행 증가로 마진은 10%대로 재차 하락한 것으로 추정된다.

2023년 기술 투자 본격화로 전략 선회: 마진 훼손 불가피

동사는 올해 AI 관련 비용이 전년과 유사할 것이라 지난 2월 밝힌 바 있으나 이번 실적 발표를 통해 이를 뒤집었다. 최근 마이크로소프트가 chat GPT 서비스가 가능한 것을 매개로 광고주를 빠르게 확보하는 등 기존 비즈니스 유지를 위해 생성 AI 기술 확보가 필요하다는 내부 결론에 도달했던 판단이다. 파운데이션 모델 고도화를 위한 본격 투자로 관련 적자는 3천억원까지 확대될 전망이다. 관련 적자는 YoY 1,500억 내외의 확대를 예상, 연간 추정치를 하향했다. 다만 에스엠이 연결 실적에 반영되면 전년과 유사한 영업이익이 예상된다(수치 반영은 에스엠 1분기 실적 이후 예정). 늦었지만 기술 투자 본격화는 필요했던 결정이라고 본다. 동사의 생성 AI가 기술의 대중성과 고도화를 쟁취할 수 있을지 반전을 기대해 본다.

(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	7,662.4	477.3	508.9	1,145	-60.8	23,662	49.9	2.4	23.4	5.0	67.1
2024E	8,523.7	650.3	414.4	934	-2.9	24,753	61.2	2.3	17.7	3.9	65.6
2025E	8,992.5	678.3	919.6	2,072	139.5	27,452	27.6	2.1	15.8	7.9	62.1

표1 카카오 1Q23 Review									
(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	1,740.3	1,651.7	5.4	1,774.1	-1.9	1,825.9	-4.7	1,812.6	-4.0
영업이익	71.1	158.7	-55.2	100.3	-29.1	122.7	-42.0	105.3	-32.4
세전이익	80.0	1,759.6	-95.5	-928.5	흑전	155.1	-48.4	117.6	-32.0
지배순이익	97.5	1,303.1	-92.5	-124.2	흑전	108.6	-10.2	100.0	-2.5

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표2 에스엠 연결 편입 후 영업이익						
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
카카오엔터 연결 영업이익	12.6	30.6	40.7	29.6	-13.8	-28.2
에스엠 연결 영업이익	47.7	40.4	6.5	67.5	91	104.8*
라이크기획 비용 제거 시 에스엠 보정 영업이익	62.3	53.7	19.4	91.5	116.5	
카카오 연결 영업이익 **	72.9	206.8	455.9	594.9	580.3	563.5

주1: 에스엠은 2Q23 이후 카카오 연결 실적으로 편입될 예정. 2023년 상기 에스엠 연결 영업이익은 당사 2Q23~4Q23 추정치의 합산

주2: 2023년 카카오 연결 영업이익은 에스엠 연결 추정 영업이익과 기존 카카오 연결 법인의 단순 합. 추후 무형자산 증가에 따른 PPA 상각 등 보정 필요

자료: 카카오, 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표3 카카오 실적 전망 (SM 재무 반영 전. 1분기 SM 실적 발표 후 연결 예정)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	1,652	1,822	1,859	1,774	1,740	1,916	1,950	2,056	6,137	7,107	7,662	8,524
플랫폼부문	886	931	987	967	965	1,002	1,038	1,124	3,241	3,770	4,129	4,572
특비즈	461	453	467	520	516	504	529	576	1,644	1,902	2,125	2,355
포털비즈	114	102	110	98	84	87	88	88	493	424	347	329
플랫폼 기타	311	375	410	349	366	410	421	460	1,104	1,445	1,657	1,888
콘텐츠부문	766	892	872	808	776	914	912	931	2,896	3,337	3,534	3,952
게임	246	337	296	231	247	315	291	319	999	1,110	1,172	1,397
뮤직	204	209	250	231	232	244	260	233	773	894	968	986
스토리	240	228	231	222	229	237	244	238	792	921	947	1,052
미디어	75	118	94	125	68	118	119	142	333	412	447	518
% YoY												
매출	31.3	34.8	6.8	-0.7	5.4	5.2	4.9	15.9	47.6	15.8	7.8	11.2
플랫폼부문	27.4	22.2	26.7	-3.8	8.9	7.6	5.2	16.3	44.2	16.3	9.5	10.7
특비즈	23.4	16.1	15.4	9.5	11.8	11.3	13.2	10.8	43.1	15.7	11.8	10.8
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	9.4	2.7	31.8	77.8	30.8	14.7	13.9
콘텐츠부문	36.1	51.0	-9.4	3.4	1.3	2.5	4.7	15.3	51.7	15.2	5.9	11.8
게임	88.7	162.0	-36.1	-16.6	0.6	-6.3	-1.9	38.0	101.6	11.1	5.6	19.2
뮤직	10.7	11.3	26.9	13.7	13.5	16.6	3.7	0.9	9.5	15.8	8.2	1.9
스토리	37.7	22.1	5.7	4.6	-4.9	4.1	5.4	7.3	49.9	16.3	2.8	11.1
미디어	2.9	35.0	13.3	39.5	-9.7	0.0	26.1	14.2	84.8	23.7	8.5	15.8
영업비용	1,493	1,651	1,708	1,674	1,669	1,763	1,805	1,949	5,542	6,527	7,185	7,873
% to sales	90.4	90.6	91.9	94.3	95.9	92.0	92.5	94.8	90.3	91.8	93.8	92.4
% YoY	35.7	38.8	8.6	-0.3	11.8	6.8	5.6	16.4	49.7	17.8	10.1	9.6
인건비	420.0	426.2	433.3	407.6	445.8	450.2	455.1	480.1	1,417	1,687	1,831	1,951
매출연동비	584.4	654.8	711.4	705.1	666.8	739.6	725.5	805.8	2,477	2,656	2,938	3,188
외주/인프라비	204.6	235.8	238.4	246.0	242.0	256.4	268.4	301.4	741	925	1,068	1,218
마케팅비	114.6	150.3	112.0	108.4	114.6	111.2	130.6	129.3	435	485	486	564
상각비	130.8	135.6	153.0	162.3	150.3	154.5	170.1	181.5	367	582	656	729
금융영업비용	1.4	4.0	10.5	-3.9	4.8	4.0	7.1	0.2	9	12	16	13
이익 추정												
영업이익	159	171	150	100	71	153	146	107	595	580	477	650
% YoY	0.7	5.2	-10.6	-5.9	-55.2	-10.3	-3.1	6.8	30.5	-2.5	-17.7	36.2
영업이익률(%)	9.6	9.4	8.1	5.7	4.1	8.0	7.5	5.2	9.7	8.2	6.2	7.6
별도	123	137	121	170	129	152	155	114	402	551	549	604
% YoY	60.4	40.8	25.2	29.4	5.1	10.7	28.1	-33.2	34.0	37.1	-0.3	10.0
영업이익률(%)	107.9	133.8	110.0	173.9	154.9	174.4	176.1	129.0	81.6	129.9	158.6	183.5
자회사	36	34	30	-70	-58	2	-9	-7	193	29	-72	46
% YoY	-56.0	-47.9	-58.8	적지	적전	-95.1	적전	적지	23.8	-84.9	적전	흑전
영업이익률(%)	14.5	10.1	10.0	-30.3	-23.6	0.5	-3.1	-2.1	19.3	2.6	-6.2	3.3
상장 자회사 제외 영업이익	118	103	116	112	73	99	104	52	510	450	328	431
% YoY	-17.1	-33.6	-7.3	24.2	-38.1	-3.3	-10.6	-53.2	31.1	-11.8	-27.1	31.3
영업이익률(%)	9.3	7.6	8.2	7.9	5.4	6.9	6.9	3.3	10.9	8.3	5.6	6.7
세전이익	1,760	237	237	-928	80	182	179	95	2,294	1,304	536	555
% YoY	452.1	-32.4	-77.9	적전	-95.5	-23.2	-24.5	흑전	453.7	-43.1	-58.9	3.7
지배주주순이익	1,303	68	106	-124	98	115	109	187	1,392	1,353	509	414
% YoY	480.4	-78.3	-86.4	적전	-92.5	70.6	2.6	흑전	794.6	-2.8	-62.4	-18.6

주: 상장 자회사 제외 영업이익은 카카오게임즈와 카카오페이 영업이익을 카카오 연결 실적에서 제외한 값

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,136.7	7,106.8	7,662.4	8,523.7	8,992.5
매출액증가율 (%)	47.6	15.8	7.8	11.2	5.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,136.7	7,106.8	7,662.4	8,523.7	8,992.5
판매관리비	5,541.8	6,526.5	7,185.1	7,873.4	8,314.2
영업이익	594.9	580.3	477.3	650.3	678.3
영업이익률	9.7	8.2	6.2	7.6	7.5
금융손익	-137.5	-120.4	13.2	-0.3	62.9
중속/관계기업손익	510.1	-57.6	-2.1	8.7	510.1
기타영업외손익	1,326.2	902.1	47.3	-103.4	-285.3
세전계속사업이익	2,293.7	1,304.4	535.7	555.3	1,319.5
법인세비용	647.5	241.8	120.3	152.4	354.7
당기순이익	1,646.2	1,062.6	415.4	402.9	964.8
지배주주지분 손이익	1,392.2	1,352.9	508.9	414.4	919.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,102.2	7,755.7	8,107.2	8,957.6	10,327.5
현금및현금성자산	5,231.5	4,780.2	5,628.2	7,485.2	8,740.3
매출채권	398.1	440.9	1,622.7	179.2	189.1
재고자산	91.8	160.3	49.5	54.4	160.3
비유동자산	13,712.0	14,450.9	14,320.3	13,877.2	13,477.7
유형자산	554.9	885.4	978.5	826.5	652.0
무형자산	6,347.8	6,022.4	5,773.0	5,496.0	5,205.1
투자자산	4,891.4	4,889.7	4,915.4	4,901.2	4,967.1
자산총계	22,779.6	22,963.5	23,262.2	23,667.5	24,679.6
유동부채	5,246.1	4,706.0	4,633.4	4,644.9	4,829.3
매입채무	69.8	94.4	101.8	113.2	119.5
단기차입금	896.5	1,055.1	1,055.1	1,055.1	1,055.1
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2,885.1	3,843.9	3,725.9	3,645.5	3,539.1
사채	497.7	460.9	460.9	460.9	460.9
장기차입금	55.4	715.3	715.3	745.3	745.3
부채총계	9,189.6	9,431.6	9,341.0	9,372.0	9,450.0
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	3,549.4	4,033.7	5,231.4
비지배주주지분	3,605.6	3,534.6	3,421.1	3,311.0	3,047.3
자본총계	13,590.0	13,531.9	13,921.2	14,295.5	15,229.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,306.6	678.4	547.9	2,253.9	1,786.8
당기순이익(손실)	1,646.2	1,062.6	415.4	402.9	964.8
유형자산상각비	237.8	377.7	406.9	452.0	474.6
무형자산상각비	135.4	203.8	249.4	277.0	290.9
운전자본의 증감	-209.0	-460.2	-587.4	1,122.1	56.6
투자활동 현금흐름	-3,341.0	-1,574.1	526.2	-280.9	-383.1
유형자산의증가(CAPEX)	-216.2	-452.9	-500.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-1,782.9	-56.0	-25.7	14.2	-66.0
재무활동 현금흐름	4,441.2	411.8	-226.2	-116.0	-148.6
차입금의 증감	2,866.1	321.6	-200.0	-90.0	-120.0
자본의 증가	1,948.5	334.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,431.4	-489.8	847.9	1,857.0	1,255.0
기초현금	2,894.3	5,325.7	4,835.9	5,683.8	7,540.9
기말현금	5,325.7	4,835.9	5,683.8	7,540.9	8,795.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,808	15,954	17,243	19,208	20,264
EPS(지배주주)	3,132	3,037	1,145	934	2,072
CFPS	2,361	2,590	2,691	2,715	4,449
EBITDAPS	2,178	2,608	2,551	3,108	3,253
BPS	22,391	22,444	23,662	24,753	27,452
DPS	53	60	60	66	71
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	35.9	17.5	49.9	61.2	27.6
PCR	47.7	20.5	21.3	21.1	12.9
PSR	8.1	3.3	3.3	3.0	2.8
PBR	5.0	2.4	2.4	2.3	2.1
EBITDA	968.1	1,161.8	1,133.6	1,379.3	1,443.7
EV/EBITDA	52.1	21.3	23.4	17.7	15.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	13.5	5.0	3.9	7.9
EBITDA 이익률	15.8	16.3	14.8	16.2	16.1
부채비율	67.6	69.7	67.1	65.6	62.1
금융비용부담률	0.6	1.5	1.5	1.3	1.2
이자보상배율(x)	15.1	5.3	4.3	6.0	6.5
매출채권회전율(x)	19.0	16.9	7.4	9.5	48.8
재고자산회전율(x)	89.2	56.4	73.1	164.2	83.8

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.07	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-17.2	-10.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	150,000	김동희	-0.7	13.0	
2021.07.15	산업브리프	Buy	184,000	김동희	-18.9	-13.3	
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	이효진	-36.7	-32.9	
2022.11.03	산업분석	Buy	63,000	이효진	-11.8	-3.0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	72,000	이효진	-	-	