

카카오(035720)

Corporate day 후기

이지은 jeeeun.lee@daishin.com

2023.11.27

투자 의견 BUY 목표주가 64,000 현재주가 50,500

- 4Q 본업(광고/커머스)의 앱 개편 효과 + 성수기 효과로 실적 개선 예상
- 4Q 자회사들 역시 게임즈 제외 전 사업부 성수기 효과 및 비용 통제 지속에 따라 실적 개선 예상
- 연말 실적 성장 기대에 따라 긍정적 주가 흐름 전망. 매수 추천

4분기 동향

- 게임즈 제외 4분기 전 사업부 QoQ 매출 성장 예상
 - 3분기때 QoQ 감소한 사업은 게임즈와 광고. 게임즈는 비게임 부문의 비수기 영향, 광고는 3분기 패션, 뷰티 영역 감소 및 금융, 아파트, 건설 등의 영역이 회복이 더딤
 - 3분기 광고 완전히 회복이 안 됐는데도 YoY 성장. 카카오의 체력으로 판단. 첫번째 탭 CPT의 광고주 수요 증가, 매출 성장 및 오픈채팅 탭 등의 광고 인벤토리 증가 영향. 4분기 블랙프라이데이 등 연말 효과까지 기대
 - 모바일리티 역시 연내 매출 목표치 무난히 달성 중. 스토리는 4분기 성수기를 앞두고 픽코마 성장세 유지 예상하고, 엔터(웹툰)은 마케팅 효율화에도 AI 추천 효과로 ARPPU 상승 경험, 3분기 흑전 달성. 뮤직은 하반기부터 아티스트들의 해외 활동 증가. 미디어는 하반기에 규모가 있는 신작 라인업들이 상반기대비 증가, 4분기에도 라인업 확대 중
- 비용 효율화 및 AI 전략 수정으로 OPM 또한 성장 예상
 - 카카오 별도 OPM 2Q23 18%, 3Q23 21%. 특비즈 인력과 마케팅비 통제 영향
 - 뉴이셔티브, 2022년 1,800억 적자. 2023년은 3,000억 적자를 예상했으나, AI 전략을 비용 효율화 전략으로 바꾸고, 엔터프라이즈 구조조정에 따라 기존 예상대치 적자 감소 예상. 뉴이셔티브 3분기 적자 632억원 중 AI 관련 분 약 100억원과 엔터프라이즈 구조조정 관련 일회성 비용 약 80억원 포함. 4분기에 적자폭은 엔터프라이즈 구조조정 관련 나머지 일회성 감안하더라도 더 감소할 것
 - 마진 개선하는 작업 진행 중. 엔터(스토리) 사업부는 5개 분기만에 흑자 전환. 마케팅 영향이 아닌 AI 추천 효과로 일시적이 아닌, 구조적 성장으로 판단. 미디어 4분기 BEP 예상

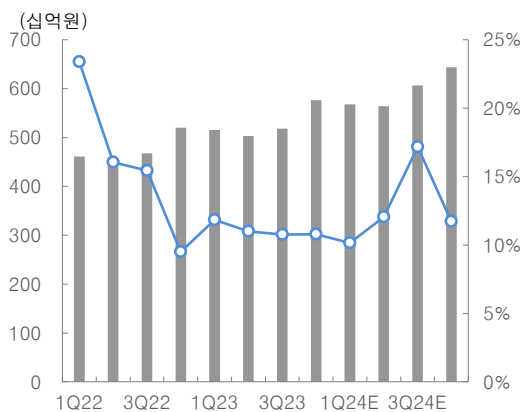
투자포인트

- 본업(광고/커머스)의 회복 지속
 - 광고) 첫번째 탭에 스티커, 핑 등의 기능을 통해 DAU 증가, 광고주 수요 증가, 매출 증가 중인 것으로 확인. 세 번째 탭(오픈채팅) 역시 광고 인벤토리 증가, 트래픽 증가 중
 - 자체적 광고 체력 제고와 함께 연말 광고 업황 회복, 4분기 성수기 효과까지 더해지면 동사 광고 실적 개선에 더 탄력을 받을 수 있을 것으로 판단
 - 커머스) 렉스탭 출시로 상품 단가 증가. 지인간 선물에서 자기 구매 확대까지 구매 증가 확인. 카카오톡 쇼핑 탭의 3Q23 DAU는 YoY 30% 성장
- 상장 자회사인 게임즈 제외 자회사들 역시 4분기 성수기 효과 누릴 것
 - 모바일리티는 택시 중심에서 대리, 주차 매출 성장 지속 중
 - 웹툰, 픽코마, 미디어 모두 4분기 성수기임에도 마케팅비 통제에 따라 수익성 증가 예상

주요 QnA

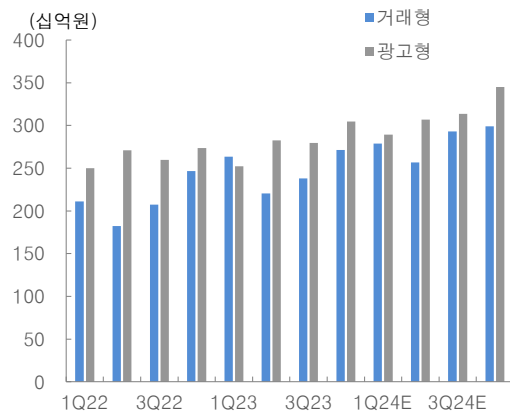
1. 최근 take rate 관련 이슈
 - 1) 모빌리티
 - 프랜차이즈 택시 한국 25만대 중, 3분기 기준 5만대를 카카오가 확보. T블루 중형 택시는 20% RS로 받고 있고, 별개의 계약으로 교통 용역 계약을 16.5%를 돌려드리는 계약이기 때문에 마진은 3.5%
 - 이번에 이슈가 됐던 모빌리티 사업은 카카오T 블루가 아닌 신규로 내놓을 새로운 가맹 서비스. 수수료를 3% 이하로 추가로 상품을 내놓을 예정. 나머지 20만대 쪽에서 더 들어올 수요가 있을 것. 다만 신규 상품에 대한 일정, 상품군은 확정되지는 않음
 - 2) 커머스
 - RS를 일괄적으로 받고 있지는 않음. 스타벅스 바우처 한자릿수, SPC, 이마트, 신세계 상품권 모두 한자릿수. 럭셔리 배송상품은 두자릿수. 직매입하는 상품들은 인벤토리 같은 재고 부담이 있고, 소고기, 과일 등은 카테고리별로 마진이 다름. 개별적으로 협의할 수 있는 것들은 충분히 할 것이나, 다만 커머스에서 수수료를 내린다는 구체적인 논의는 아직 없음
2. 계열사 많음. 상장 10개, 비상장 200개 등. 지배주주 순이익이 중요할 텐데, 카카오 별도는 순이익이 천억원 이상인데, 3분기 기준 연결지배순이익은 330억원. 계열사에 대한 전략 방안
 - 각각의 종속회사들이 예전에는 독립 구조였으나, 최근 두 달 정도를 보면 완전히 회사 시스템 체계가 종속 시스템을 컨트롤하겠다고 변화. 전체 카카오에 손실이 가지 않도록 하려고 있음
 - 상장사의 경우, 예전에 페이, بانک, 게임즈 상장 때와는 달리 나머지 회사들 상장 시 카카오 주주들에게 혜택을 드리는 것을 고민 중. 상장사 현물을 드리는 것, 자사주 매입 등을 고민
 - 순이익의 경우, 카카오가 100% 가까이 갖고 있는 회사들의 손실이 거진 다 뉴이셔티브. 특히 카카오브레인은 우리가 100% 갖고 있고, 엔터프라이즈도 90% 이상 갖고 있는 등. 실질적으로 이런 회사들의 적자가 지배순이익을 저해하는 요인이었음. 내년 카카오엔터 실적이 개선되면 내년부터 지배주주순이익은 개선이 될 것
3. 상장 가시화된 자회사
 - 준비를 했던 회사는 모빌리티, 픽코마, 엔터테인먼트 3개
 - 내년 상장 관련해서 고려하고 있지 않음
4. 뉴이셔티브 내년 비용 기조
 - 시는 내년 계획은 아직 미결정. 카카오 브레인이 가장 큰 영향인데 4분기에도 시 모델 4개 개발 중. 한 개는 개발 완료하고 서비스 입히는 단계. 4분기에도 시 관련 비용 증가 예상
 - 2023년 초 3,000억원 정도 뉴이셔티브 적자 예상했는데 3분기까지 1,800억원 적자. 4분기 600억이 안된다고 하면 총 2,400억원 수준으로 예상
5. AI 투자. 기존 사업 모델 강화하고자 하는 것인지, 메신저 외에 다른 사업 모델을 하기 위해 투자를 하는 것인지
 - 현재는 카카오톡의 이용자들이 시를 통해 혜택을 받을 수 있을지 서비스 드리븐 관점. 비용 측면으로는 무료 서비스 제공하려면 시 호출 비용이 1원 미만이어야 함. 파라미터 60억 규모 시모델은 이미 그 비용이 1억 미만인 나옴
 - 오픈 채팅안에 10개 정도 주제로 해서 시 콘텐츠 봇을 만들 것이고 관심 있는 뉴스 푸시업 메시지 등 서비스 할 것. 콘텐츠 딜리버리 관점에서 시작할 것. 카톡에 요약 기능도 넣을 것. 그룹 대화가 너무 많이 진행된 경우, 요약 기능 등. 매출 기여보다 사용자 편의 개선으로 시작할 것
 - 카카오 브레인. 130억, 650억 파라미터 규모의 모델은 원하는 수준의 퀄을 아직 갖지 못해서 연말까지 퀄 높여놓고, 모델을 어떻게 판매할지 별도로 고려하려고 하고 있음
 - 시. 매출 당장 기여를 할 수 있을 것 같지는 않음. 간접적으로 카카오톡에 락인을 시켜놓고 광고 지면에 활용하는 등으로 사용할 것

그림 1. 카카오 특비즈 매출 추이 및 전망



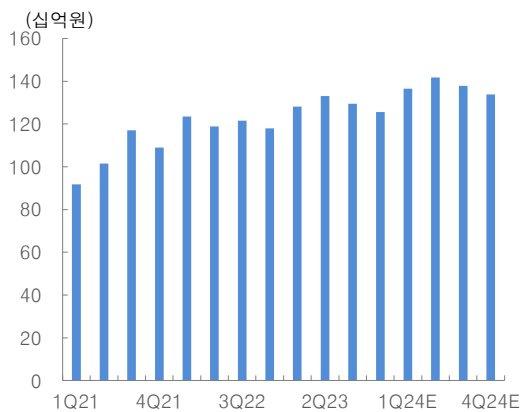
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 2. 카카오 커머스 매출 구분 추이 및 전망



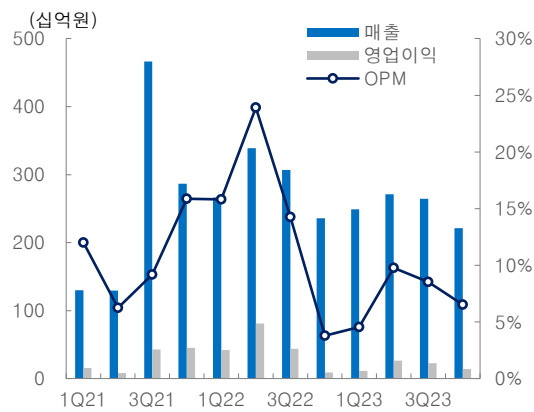
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 3. 픽코마 매출 성장 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 4. 게임즈 실적 성장 추이 및 전망



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,137	7,107	8,162	9,173	9,711
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,137	7,107	8,162	9,173	9,711
판매비와관리비	5,542	6,527	7,705	8,693	9,187
영업이익	595	580	457	480	523
영업이익률	9.7	8.2	5.6	5.2	5.4
EBITDA	968	1,162	973	1,008	1,066
영업외손익	1,699	724	-8	7	7
관계기업손익	510	-58	9	21	21
금융수익	178	343	252	223	223
외환관련이익	6	9	7	7	7
금융비용	-315	-463	-224	-231	-231
외환관련손실	39	82	70	70	70
기타	1,326	902	-46	-6	-6
법인세비용차감전순손익	2,294	1,304	449	487	530
법인세비용	-648	-242	-177	-117	-127
계속사업순손익	1,646	1,063	272	370	403
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,646	1,063	272	370	403
당기순이익률	26.8	15.0	3.3	4.0	4.1
비지배자분순이익	254	-290	24	79	86
지배자분순이익	1,392	1,353	248	291	317
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	43	-173	-173	-173	-173
포괄순이익	2,078	-668	-1,459	-1,361	-1,328
비지배자분포괄이익	387	-400	-127	-290	-283
지배자분포괄이익	1,691	-269	-1,332	-1,071	-1,045

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,132	3,037	558	656	714
PER	35.9	17.5	103.9	88.4	81.2
BPS	22,465	22,442	22,991	23,616	24,271
PBR	5.0	2.4	2.2	2.1	2.1
EBITDAPS	2,178	2,608	2,189	2,271	2,378
EV/EBITDA	52.1	21.3	23.9	22.7	21.3
SPS	13,807	15,954	18,362	20,662	21,874
PSR	8.1	3.3	2.8	2.4	2.3
CFFS	2,361	2,590	1,409	1,525	1,631
DPS	53	60	60	60	60

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	47.6	15.8	14.8	12.4	5.9
영업이익 증가율	30.5	-2.5	-21.3	5.1	9.0
순이익 증가율	84.96	-35.5	-74.4	36.1	8.9
수익성					
ROC	9.8	8.1	4.7	6.2	6.8
ROA	3.4	2.5	2.0	2.1	2.2
ROE	17.1	13.5	2.5	2.8	3.0
안정성					
부채비율	67.6	69.7	66.9	64.1	61.6
순차입금비율	-24.4	-17.8	-20.3	-23.0	-26.1
이자보상배율	15.1	5.3	0.0	0.0	0.0

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,102	7,756	8,031	8,407	8,857
현금및현금성자산	5,232	4,780	4,967	5,257	5,661
매출채권 및 기타채권	663	772	837	900	933
재고자산	92	160	184	207	219
기타유동자산	2,116	2,043	2,043	2,043	2,043
비유동자산	13,712	14,451	14,295	14,126	13,954
유형자산	555	885	980	1,042	1,084
관계기업투자금	3,216	2,652	2,573	2,495	2,416
기타비유동자산	9,941	10,914	10,742	10,589	10,454
자산총계	22,780	22,963	23,083	23,291	23,568
유동부채	5,246	4,706	4,520	4,363	4,241
매입채무 및 기타채무	1,556	1,642	1,656	1,669	1,676
차입금	896	1,055	758	461	164
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2,793	2,009	2,106	2,233	2,400
비유동부채	2,885	3,844	3,849	3,855	3,860
차입금	55	715	715	715	715
전환증권	498	461	461	461	461
기타비유동부채	2,332	2,668	2,673	2,679	2,684
부채총계	9,190	9,432	9,251	9,100	8,983
지배자분	9,984	9,997	10,219	10,484	10,775
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	7,781	8,116	8,116	8,116	8,116
이익잉여금	1,710	3,046	3,268	3,533	3,824
기타지분변동	449	-1,210	-1,210	-1,210	-1,210
비지배자분	3,606	3,535	3,613	3,707	3,810
자본총계	13,590	13,532	13,832	14,191	14,585
순차입금	-3,311	-2,411	-2,804	-3,271	-3,810

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,307	678	49	162	233
당기순이익	0	0	272	370	403
비현금항목의 가감	-597	91	354	307	321
감가상각비	373	581	516	528	532
외환손익	-1	-40	64	64	64
지분법평가손익	-510	58	58	58	58
기타	-459	-508	-283	-343	-332
자산부채의 증감	-209	-460	-457	-454	-420
기타현금흐름	2,112	1,048	-121	-61	-71
투자활동 현금흐름	-3,341	-1,574	-1,285	-1,285	-1,285
투자자산	-822	-482	79	79	79
유형자산	-213	-439	-439	-439	-439
기타	-2,306	-654	-925	-925	-925
재무활동 현금흐름	4,441	412	-392	-392	-392
단기차입금	728	-297	-297	-297	-297
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	512	710	0	0	0
유상증자	97	91	0	0	0
현금배당	-13	-23	-26	-26	-26
기타	3,117	-69	-69	-69	-69
현금의 증감	2,431	-490	131	290	404
기초 현금	2,894	5,326	4,836	4,967	5,257
기말 현금	5,326	4,836	4,967	5,257	5,661
NOPLAT	427	473	277	365	398
FCF	507	511	340	440	477

[Compliance Notice]

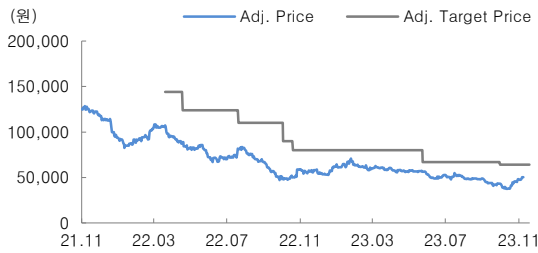
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

카카오(035720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.11.28	23.11.10	23.10.16	23.08.04	23.06.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	67,000	67,000
과리율(평균%)		(32.30)	(36.44)	(26.43)	(23.40)
과리율(최대/최소%)		(21.09)	(28.67)	(15.52)	(15.52)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균%)					
과리율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균%)					
과리율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231124)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상