

2024. 5. 9



▲ 인터넷/게임

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

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **61,000 원**

현재주가 (5.8) **49,800 원**

상승여력 **22.5%**

KOSPI	2,745.05pt
시가총액	221,731억원
발행주식수	44,333만주
유동주식비율	74.37%
외국인비중	28.03%
52주 최고/최저가	61,100원/37,600원
평균거래대금	756.1억원

주요주주(%)

김범수 외 92 인	24.12
MAXIMO PTE	6.29
국민연금공단	5.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	13.3	-13.7
상대주가	0.3	0.0	-21.0

주가그래프



카카오 035720

Again 2023?

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 뉴이니셔티브 적자 확대되며 기대치 하회
- ✓ 카카오톡 내 AI 서비스 위한 트레이닝 비용 재차 증가한 점이 주요
- ✓ 특비즈 핵심 성장률 두 자릿수 및 엔터 등 기타 자회사 적자 축소는 예상대로
- ✓ 투자 비용 큰 AI 특성 상 이용자에게 전가 가능해야 투자자 호응 이끌 수 있음
- ✓ 개선 확인되는데 반해 M&A 등 재점화된 시기. 주주 환원 정책 등 플러스 알파 필요

1분기 뉴이니셔티브 적자 재확대

1분기 카카오의 연결 매출 및 영업이익은 각각 1조 9,884억원(+22.5% YoY)과 1,203억원(+92.2% YoY)으로 당사 추정치를 하회했다. 주요인은 뉴이니셔티브 적자 확대에 있었다. 구조조정 효과로 지난 4분기 414억원을 기록했던 뉴이니셔티브 적자는 1분기 570억원으로 크게 확대되었다. 동사는 1) 브레인의 생성 AI 모델 트레이닝 비용 및 2) 4분기 클라우드 인건비 소급에 따른 기저 영향이라고 밝혔다. 엔터프라이즈는 이전 추정을 유지하나 AI 모델 트레이닝에 대한 동사 니즈가 재차 상승한 점을 감안하여 적자를 기존 대비 확대 전망한다. 이에 따른 뉴이니셔티브 적자는 2023년 2,212억원 대비 2024년 2,061억원으로 소폭 감소하는데 그칠 것으로 예상된다. 반면, 특비즈 개선(특메세지/비즈보드 성장률 각각 +14%/+11%) 및 엔터테인먼트 3부문 흑자 기조 유지 등 자회사 비용 감소 효과는 예상대로 견조했다.

Again 2023?

지난 4월 자사주 대상 교환사채가 발행되며 주주 환원 확대에 대한 투자자 기대감은 낮아졌다. 조달 자금은 GPU 구매 등에 1천억원, 그 외는 콘텐츠 강화를 위한 M&A에 활용하겠다는 계획이다. M&A를 지양하고 투자 사이클의 정점을 지난 것으로 보였던 전략이 과거로 일부 회귀하는 것처럼 보인다. AI는 높은 비용으로 B2C 측면에서 수익화에 성공한 모델을 찾기 어렵다. 이를 이용자에게 전가할 수 있는 상품만이 투자자 호응을 이끌 수 있는데, 카카오톡 내에서 가격 상승을 이끄는 AI 상품을 기대하기는 쉽지 않다. 적정주가를 73,000원에서 61,000원으로 하향한다. 실적 추정 및 자회사 적자 축소를 확인 가능한 시점에 돌입, 밸류에이션 할증을 제거한 데 따른다. 비용 감축 기대감이 반영된 데 반해 투자 위험이 재차 높아지고 있다. 적극적인 주주 환원 등 플러스 알파가 필요한 시점이다.

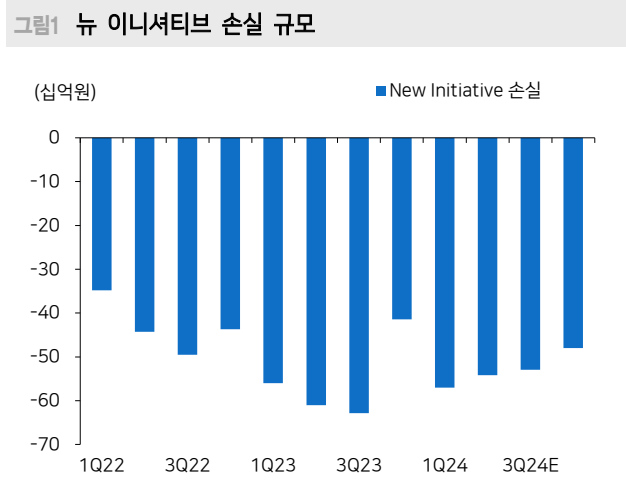
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	5,910.5	587.9	1,387.3	3,122	856.7	22,347	36.0	5.0	52.5	17.1	67.9
2022	6,798.7	569.4	1,358.0	3,049	-35.1	22,414	17.4	2.4	21.5	13.6	69.9
2023	7,557.0	460.9	-1,012.6	-2,277	적전	21,948	-23.9	2.5	21.0	-10.3	81.7
2024E	8,345.1	620.4	494.1	1,113	흑전	23,071	44.7	2.2	16.0	4.9	71.8
2025E	9,098.6	852.1	692.8	1,563	46.3	24,556	31.9	2.0	12.9	6.6	69.8

(십억원)	1Q24P	1Q23	% YoY	4Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	1,988.4	1,623.8	22.5	1,998.5	-0.5	1,999.5	-0.6	1,965.1	1.2
영업이익	120.3	62.6	92.2	160.9	-25.2	127.1	-5.4	133.3	-9.8
세전이익	140.6	64.8	117.0	-1,937.3	흑전	146.8	-4.2	155.5	-9.6
지배순이익	73.7	22.2	232.1	-1,111.5	흑전	96.1	-23.2	118.4	-37.7

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

(원)	비고
보정 EPS	1,128
적정배수(X)	53.8
적정주가	61,000
현재주가	49,800
상승여력(%)	22.5

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

총 규모	2,930억원
이자율	2.625%
교환가액	63,700원/주
교환대상	카카오 자사주 460만주(보유 670만주 중 활용)
콜 옵션	1) 발행일 3년 경과한 날부터 만기일 전 30일까지 기간 동안, 30 거래일 중 20 거래일의 총가가 교환가의 130% 이상 시 2) 미상환원금이 발행 당시 원금의 10% 미만인 경우 3) 사채 지급금에 대해 조세 원천징수 의무가 발생해 원천징수 금액만큼 추가 지급 의무를 부담하게 되는 경우
풋 옵션	1) 지배권 변동이 발생하는 경우 2) 상장폐지 혹은 거래소에서 30거래일 이상 거래가 중단 시 3) 발행일로부터 3년이 되는 날
자금 활용 계획	1,000억원(운영자금: GPU 구매) 1,930억원(M&A 및 JV 설립)

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림2 카카오 기관 외국인 순매수 수량 vs. 주가



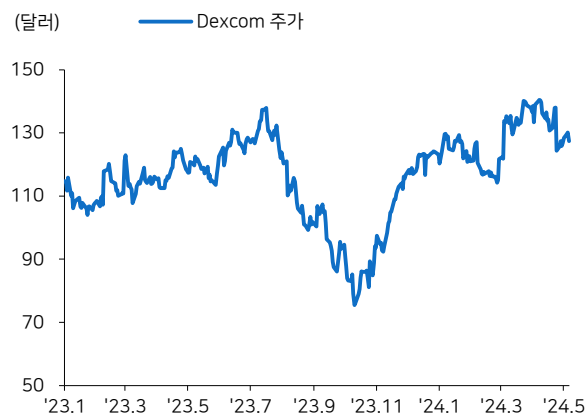
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 네이버 기관 외국인 순매수 수량 vs. 주가



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Dexcom 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 Dexcom 재무제표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출	1,927	2,449	2,910	3,622	4,338	5,167
% YoY	31%	27%	19%	24%	20%	19%
센서 및 기타	1,561	2,065	2,522	3,251		
하드웨어	365	383	388	372		
매출원가	647	768	1,027	1,333	1,586	1,823
매출총이익	1,280	1,681	1,883	2,289	2,751	3,344
영업비용	981	1,415	1,492	1,691	1,895	2,229
R&D	360	517	484	506		
기타 판관비	621	898	1,008	1,185		
영업이익	300	266	391	598	856	1,115
% OPM	16%	11%	13%	17%	20%	22%

자료: Dexcom, Bloomberg 컨센서스, 메리츠증권 리서치센터

표5 카카오 실적 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출 추정												
매출	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	2,001	2,189	2,167	6,799	7,557	8,345	9,099
플랫폼부문	848	869	880	957	955	958	979	1,058	3,463	3,554	3,949	4,342
특비즈	485	480	479	538	522	528	535	592	1,902	1,982	2,177	2,409
포털비즈	84	89	83	88	85	85	83	84	424	344	337	334
플랫폼 기타	280	300	317	331	348	345	361	382	1,137	1,228	1,435	1,599
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,044	1,210	1,109	3,336	4,003	4,396	4,756
게임	247	269	262	232	243	249	310	264	1,110	1,010	1,066	1,135
뮤직	232	481	513	498	468	487	556	531	894	1,724	2,043	2,201
에스엠		240	266	251	220	253	270	290		757	1,033	1,112
스토리	229	231	249	213	227	227	252	215	921	922	921	955
미디어	68	73	107	99	95	81	91	98	412	347	366	465
% YoY												
매출	2.7	10.4	12.9	17.9	22.5	4.1	8.8	8.4	15.0	11.1	10.4	9.0
플랫폼부문	4.0	2.2	-3.2	7.9	12.6	10.1	11.3	10.5	6.8	2.7	11.1	10.0
특비즈	5.2	6.0	2.6	3.4	7.7	9.9	11.5	10.1	15.7	4.2	9.8	10.7
포털비즈	-26.7	-12.6	-24.2	-10.1	1.4	-5.0	0.0	-4.3	-13.9	-18.8	-2.1	-0.8
플랫폼 기타	16.3	1.6	-4.4	23.1	24.3	15.0	13.8	15.2	2.9	8.0	16.9	11.4
콘텐츠부문	1.3	18.2	29.8	29.0	33.3	-1.0	6.9	6.5	15.2	20.0	9.8	8.2
게임	0.6	-20.3	-11.5	0.4	-1.7	-7.4	18.3	14.1	11.1	-9.0	5.6	6.4
뮤직	13.5	129.7	105.2	116.3	101.8	1.4	8.3	6.7	15.7	92.8	18.5	7.7
스토리	-4.9	1.5	7.7	-3.7	-0.7	-1.9	1.3	0.7	16.3	0.1	-0.1	3.7
미디어	-9.7	-37.7	13.6	-20.8	40.6	10.0	-14.5	-0.4	23.7	-15.8	5.5	27.1
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,852	2,001	2,003	6,230	7,096	7,725	8,247
% to sales	96.1	94.1	93.8	92.0	94.0	92.6	91.4	92.5	91.6	93.9	92.6	90.6
% YoY	9.1	15.1	15.6	15.2	19.7	2.3	6.0	9.0	17.0	13.9	8.9	6.8
인건비	448	472	468	472	479	495	485	519	1,701	1,860	1,978	2,084
매출연동비	642	780	849	714	820	812	906	854	2,654	2,986	3,392	3,616
외주/인프라비	174	205	199	257	202	194	220	226	684	835	843	899
마케팅비	97	100	105	104	89	86	105	107	417	406	388	477
상각비	150	192	198	210	198	203	204	206	580	751	811	839
금융영업비용	5	7	10	9	17	8	11	9	12	30	45	37
이익 추정												
영업이익	63	113	124	161	120	149	188	163	569	461	620	852
% YoY	-58.6	-33.5	-16.4	61.4	92.2	31.7	51.3	1.4	-3.2	-19.1	34.6	37.4
영업이익률(%)	3.9	5.9	6.2	8.0	6.0	7.4	8.6	7.5	8.4	6.1	7.4	9.4
별도	121	117	120	175	138	140	137	181	544	533	595	689
% YoY	3.9	-14.6	-0.4	2.9	13.8	19.8	14.3	2.9	36.9	-2.0	11.6	15.8
영업이익률(%)	144.8	130.7	143.6	199.2	162.6	164.9	164.1	214.3	128.3	154.8	176.5	206.0
자회사	-58	-4	5	-15	-17	9	51	-17	25	-72	25	163
% YoY	적진	적진	-83.5	적지	적지	흑진	987.7	적지	-86.7	적진	흑진	544.7
영업이익률(%)	-23.6	-1.4	1.8	-6.3	-7.2	3.5	16.6	-6.6	2.3	-7.1	2.4	14.4
상장 자회사 제외 OP	64	86	86	179	122	136	136	151	439	416	547	686
% YoY	-41.6	-14.9	-24.7	61.3	90.2	57.9	58.2	-15.5	-12.8	-5.2	31.3	25.5

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,910.5	6,798.7	7,557.0	8,345.1	9,098.6
매출액증가율(%)	45.2	15.0	11.2	10.4	9.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,910.5	6,798.7	7,557.0	8,345.1	9,098.6
판매관리비	5,322.6	6,229.4	7,096.1	7,724.7	8,246.5
영업이익	587.9	569.4	460.9	620.4	852.1
영업이익률(%)	9.9	8.4	6.1	7.4	9.4
금융손익	-137.5	-144.9	9.0	80.2	95.8
종속/관계기업손익	510.1	-57.6	4.0	32.8	40.2
기타영업외손익	1,326.2	902.1	-2,122.1	17.7	31.5
세전계속사업이익	2,286.7	1,268.9	-1,648.2	751.1	1,019.6
법인세비용	646.2	201.9	168.4	243.2	277.6
당기순이익	1,640.5	1,067.0	-1,816.7	507.9	742.0
지배주주지분 순이익	1,387.3	1,358.0	-1,012.6	494.1	692.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,102.2	7,755.7	8,943.3	9,048.6	10,185.6
현금및현금성자산	5,231.5	4,780.2	5,268.8	6,779.5	7,772.2
매출채권	398.1	440.9	622.0	686.9	748.9
재고자산	91.8	160.3	138.6	153.1	166.9
비유동자산	13,717.0	14,451.1	15,090.2	14,342.1	14,064.3
유형자산	554.9	885.4	1,322.1	1,319.3	1,299.1
무형자산	6,347.8	6,022.4	5,688.5	4,957.4	4,633.8
투자자산	4,891.4	4,856.9	5,362.2	5,348.0	5,414.0
자산총계	22,784.6	22,963.5	25,180.0	24,628.0	25,549.1
유동부채	5,273.0	4,767.9	6,245.1	5,264.6	5,618.4
매입채무	69.8	94.4	241.9	267.1	291.2
단기차입금	896.5	1,055.1	1,052.6	452.6	452.6
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2,884.8	3,797.9	3,737.2	3,587.6	3,447.3
사채	497.7	560.7	0.0	0.0	0.0
장기차입금	55.4	615.5	845.6	845.6	845.6
부채총계	9,216.2	9,447.8	11,321.4	10,291.3	10,504.8
자본금	44.6	44.6	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	7,781.7	8,116.4	8,839.9	8,839.9	8,839.9
기타포괄이익누계액	371.8	-1,249.7	-1,050.4	-1,050.4	-1,050.4
이익잉여금	1,689.4	3,031.4	1,922.1	2,288.2	2,946.5
비지배주주지분	3,603.7	3,532.0	4,094.9	4,108.7	4,157.9
자본총계	13,568.3	13,515.7	13,858.6	14,336.8	15,044.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,306.6	678.4	1,341.1	826.4	1,745.7
당기순이익(손실)	1,640.5	1,067.0	-1,816.7	507.9	742.0
유형자산상각비	237.8	377.7	489.2	502.8	520.1
무형자산상각비	135.4	203.8	271.4	308.2	323.6
운전자본의 증감	-209.0	-460.2	248.0	-492.4	160.0
투자활동 현금흐름	-3,341.0	-1,574.1	-1,779.9	1,431.0	-603.3
유형자산의증가(CAPEX)	-216.2	-452.9	-575.2	-500.0	-500.0
투자자산의감소(증가)	-1,782.9	-23.2	-501.4	14.2	-66.0
재무활동 현금흐름	4,441.2	411.8	1,019.6	-746.7	-149.7
차입금의 증감	2,866.1	346.1	302.3	-720.0	-120.0
자본의 증가	1,948.8	334.7	723.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,431.4	-489.8	553.3	1,510.7	992.7
기초현금	2,894.3	5,325.7	4,835.9	5,389.2	6,899.9
기말현금	5,325.7	4,835.9	5,389.2	6,899.9	7,892.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,299	15,262	16,990	18,798	20,524
EPS(지배주주)	3,122	3,049	-2,277	1,113	1,563
CFPS	2,364	2,679	2,662	3,354	3,972
EBITDAPS	2,162	2,583	2,746	3,224	3,825
BPS	22,347	22,414	21,948	23,071	24,556
DPS	53	60	61	68	79
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	36.0	17.4	-23.9	44.7	31.9
PCR	47.6	19.8	20.4	14.8	12.5
PSR	8.5	3.5	3.2	2.6	2.4
PBR	5.0	2.4	2.5	2.2	2.0
EBITDA(십억원)	961.0	1,150.8	1,221.5	1,431.4	1,695.8
EV/EBITDA	52.5	21.5	21.0	16.0	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	13.6	-10.3	4.9	6.6
EBITDA 이익률	16.3	16.9	16.2	17.2	18.6
부채비율	67.9	69.9	81.7	71.8	69.8
금융비용부담률	0.7	1.6	2.2	1.9	1.5
이자보상배율(x)	14.9	5.2	2.8	4.0	6.1
매출채권회전율(x)	18.3	16.2	14.2	12.8	12.7
재고자산회전율(x)	85.9	53.9	50.6	57.2	56.9

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 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)	
2022.02.14	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-48.9	-32.2	
2022.10.11				담당자 변경	-69.2	-67.3	
2022.10.11	Indepth	Buy	78,000	이효진	-36.7	-32.9	
2022.11.03	Indepth	Buy	63,000	이효진	-11.8	-3.0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	72,000	이효진	-18.3	-1.5	
2023.07.11	기업브리프	Buy	63,000	이효진	-25.2	-12.9	
2023.11.02	산업분석	Buy	55,000	이효진	-15.8	-8.2	
2023.11.27	기업브리프	Buy	65,000	이효진	-17.3	-6.5	
2024.01.15	기업브리프	Buy	77,000	이효진	-27.2	-20.6	
2024.02.16	기업브리프	Buy	83,000	이효진	-34.8	-29.3	
2024.04.09	기업브리프	Buy	73,000	이효진	-33.8	-31.8	
2024.05.09	기업브리프	Buy	61,000	이효진	-	-	