

# 카카오 (035720)


**인터넷**

**이창영**

02)3770-5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	190,000원 (M)
현재주가 (5/10)	117,000원
상승여력	62%

시가총액	89,240억원
총발행주식수	76,280,122주
60일 평균 거래대금	759억원
60일 평균 거래량	604,193주
52주 고	161,000원
52주 저	93,800원
외인지분율	24.27%
주요주주	김범수 외 26 인 31.94%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.5)	(0.8)	24.5
상대	(5.0)	(4.9)	14.7
절대(달러환산)	(5.1)	0.9	31.7

## 비용증가는 불가피. 하지만 꿈이 있다

### 18년 1분기 실적 Review

매출액 5,554억원 YoY +25%, 영업이익 104억원 YoY -73%, 지배순이익 139억원 -74%, 시장기 대치 하회. 이익(률)감소 원인은 신규사업 관련 인건비 증가(Q-Q 88억원), 카카오 페이 프로모션 관련 광고선전비 증가(Q-Q 118억원) 및 카카오M 이익감소(Q-Q -28억원) 가 주원인. 반면 카카오플랫폼 광고는 495억원으로 YoY +61%, QoQ +3%, 웹툰 등 기타콘텐츠 544억원 YoY +61%, QoQ +11%, 커머스 679억원 YoY +35%, QoQ -2%, 모빌리티 등 기타매출 219억원 YoY +110%, QoQ +31% 등 동사의 미래성장사업부문에서의 고성장은 지속되었음

### 2분기 및 향후 전망

2분기는 전통적 광고성수기이고 러시아월드컵(6/14~7/15), 아시안게임(8/18~9/2) 등 광고특수에 대한 수혜로 실적 개선이 예상됨. 출시 초반 노이즈가 있었던 유료호출택시도 동사 이익 증가에 긍정적으로 기여할 것으로 예상됨. (1call 당 600원 순매출 \* 전국 택시기사수 약 27만명 \* 365일 = 591억원) 또한, NAVER의 아웃링크 적용은 동사 포털사이트 트래픽 증가와 광고매출에 긍정적으로 작용 예상됨

반면, 20여 업체가 난립/경쟁하는 간편결제 시장에서 카카오페이 관련 프로모션 비용은 지속적으로 증가할 것으로 보이며, 신규사업 추진을 위한 인건비 증가 역시 불가피 할 것으로 보임. 또한, 최근 진행 중인 음원 저작권료가 하반기 인상된다면 이를 소비자에게 가격전가 시키기가 어려워, 카카오M의 이익률도 감소될 가능성이 존재하는 바, 당분간 동사 실적의 저마진 추세는 지속될 것으로 예상됨

### 그래도 꿈은 있다

최근 카카오뱅크는 5천억 유상증자로, 자본금 1.3조원, 고객수 580만명, 여신액 5.5조원, 수신액 6.5조원(2월말 기준)으로 고성장 중이며, 동사의 지분율은 전환우선주 포함 18%까지 증가한 상황임. 향후 은산분리 특례도입에 따른 지분율 증가, 주택담보대출, 신용카드사업 등 신규 사업진출 등으로 카카오뱅크의 수익성이 개선되며 동사 기업가치에 지속적으로 플러스 효과 기대.

카카오택시는 가입자 1,800만명의 국내 최대 택시 플랫폼임. 유료화 시작에 따른 수익증가 뿐만이 아니라 AI를 통한 모빌리티 수요-공급을 해결해주는 해외 Uber, DiDiChuxing과 같은 모빌티티 플랫폼으로서의 역할 기대

동사 기업가치에 대한 평가는 단기이익기준(PER)보다는 이러한 미래성장사업부문에 대한 가치평가의 합(SOTP)으로 하는 것이 적정하다는 의견임. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 19만원을 유지함

#### Quarterly earning forecasts

	1Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,554	25.2	2.0	5,372	3.4
영업이익	104	-72.9	-70.3	306	-66.0
세전계속사업이익	372	103.8	3.4	440	-15.4
지배순이익	139	-74.2	20.2	280	-50.5
영업이익률 (%)	1.9	-6.7 %pt	-4.5 %pt	5.7	-3.8 %pt
지배순이익률 (%)	2.5	-9.6 %pt	+0.4 %pt	5.2	-2.7 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

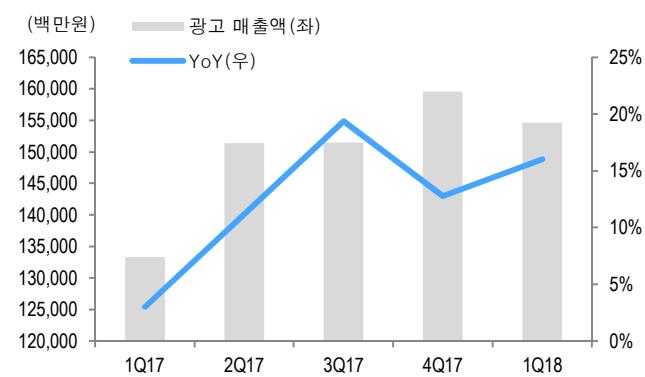
	(억원, 원, %, 배)
결산 (12월)	2016A
매출액	14,642
영업이익	1,161
지배순이익	577
PER	106.1
PBR	1.8
EV/EBITDA	28.0
ROE	1.9
2017A	19,723
2018F	24,268
2019F	28,676
2017A	1,654
2018F	1,470
2019F	3,329
2017A	1,086
2018F	1,042
2019F	2,409
2018F	85.6
2019F	37.1
2018F	2.2
2019F	2.1
2018F	27.9
2019F	16.3
2018F	2.6
2019F	5.7

자료: 유안타증권

카카오 실적 추이 및 전망											(단위: 억원)
	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17	1Q 18P	2Q 18E	3Q 18E	4Q 18E	2017	2018E	2019E
매출총계	4,438	4,684	5,154	5,447	5,554	5,914	6,173	6,627	19,723	24,268	28,676
광고매출	1,333	1,514	1,515	1,595	1,546	1,747	1,732	1,860	5,957	6,886	7,706
카카오플랫폼	307	363	454	479	495	559	587	656	1,603	2,296	2,959
다음모바일	413	469	439	479	464	532	503	544	1,801	2,043	2,208
PC	613	681	621	638	588	657	642	660	2,554	2,546	2,539
게임매출	803	787	939	891	1,056	994	1,033	1,044	3,420	4,126	4,602
온라인	337	315	348	357	391	377	394	406	1,356	1,568	1,360
모바일	466	472	592	535	602	550	570	564	2,064	2,286	2,914
기타콘텐츠	338	385	446	491	544	598	628	722	1,661	2,491	3,321
뮤직콘텐츠	1,096	1,172	1,229	1,276	1,257	1,304	1,330	1,349	4,773	5,240	5,607
기타	868	827	1,024	1,193	1,152	1,270	1,450	1,653	3,911	5,525	7,440
비용총계	4,055	4,238	4,680	5,101	5,450	5,500	5,746	6,102	18,074	22,799	25,347
인건비	848	881	847	1,030	1,100	1,091	1,117	1,214	3,605	4,521	4,937
복리후생비	134	130	135	134	153	156	159	162	534	629	660
감가상각비	148	149	153	157	160	164	165	167	607	656	719
지급임차료	87	89	92	93	102	100	104	105	361	412	432
지급수수료	1,604	1,788	1,898	2,015	2,103	2,202	2,299	2,431	7,304	9,034	10,605
광고선전비	250	219	335	361	479	449	498	564	1,165	1,991	1,942
무형자산상각비	168	164	164	195	146	155	153	157	691	612	716
콘텐츠수수료	249	283	337	344	400	391	415	423	1,214	1,629	1,740
광고대행수수료	191	240	220	236	224	257	255	276	886	1,013	1,156
기타	373	292	497	515	572	525	567	591	1,678	2,254	2,388
영업이익	383	446	474	346	104	414	427	525	1,650	1,470	3,329
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	1.9%	7.0%	6.9%	7.9%	8.4%	6.1%	11.6%

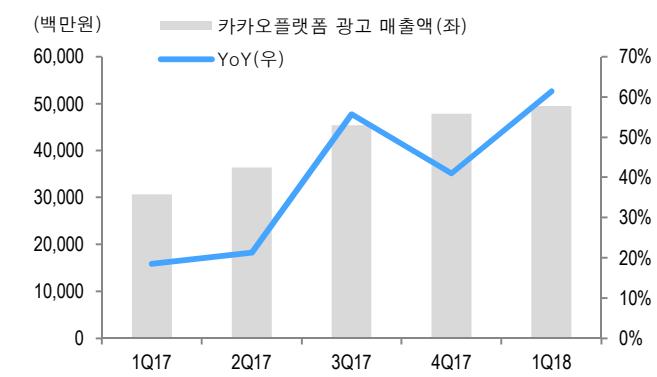
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

## 광고 매출액 및 성장률 추이



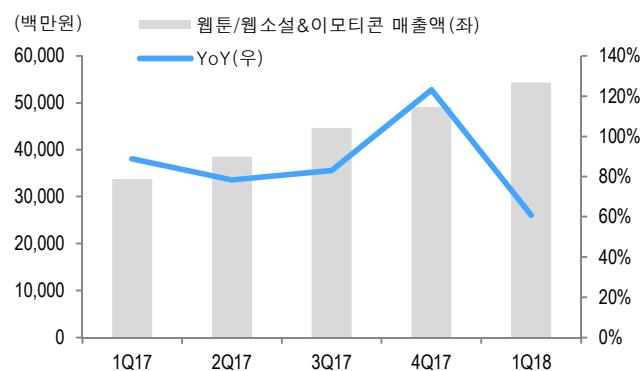
자료: 카카오

## 카카오플랫폼 광고 매출액 및 성장률 추이



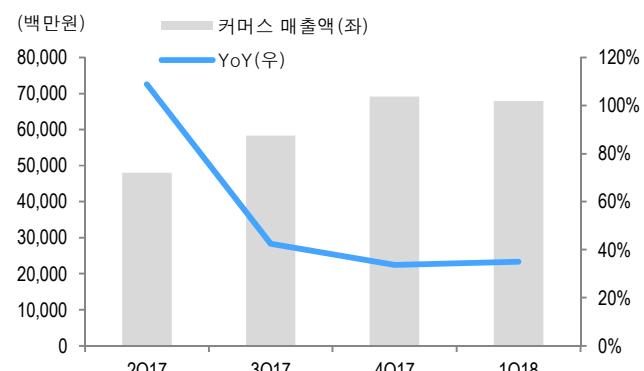
자료: 카카오

## 웹툰/웹소설&amp;이모티콘 매출액 및 성장률 추이



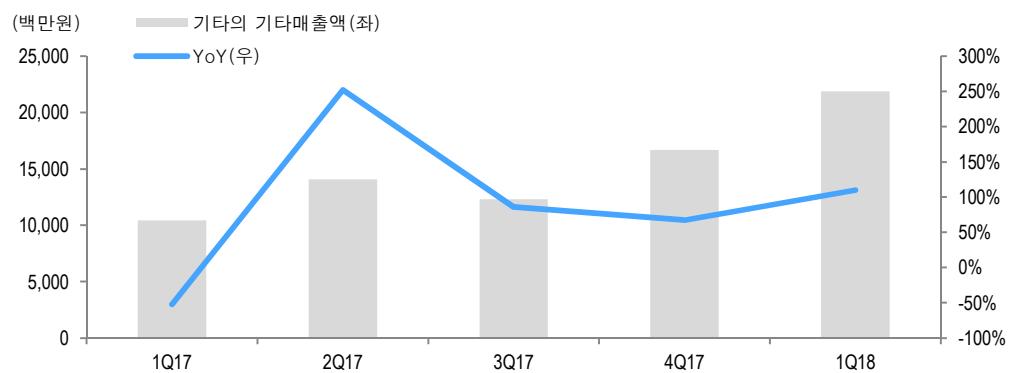
자료: 카카오

## 커머스 매출액 및 성장률 추이



자료: 카카오

## 기타의 기타 매출액(모빌리티 등) 및 성장률 추이



자료: 카카오

## 카카오 기업가치 산정

(단위: 억원)

	밸류	지분율	지분가치	밸류산정내역
카카오모빌리티	36,300	69%	25,047	17년 6월 미국 TPG 로 부터 실제 투자받은 벌류 1.63조원 +2조원
카카오페이	6,000	61%	3,660	17년 2월 앤트 파이낸셜(알리페이)로 부터 실제 투자 받은 벌류에이션 적용
카카오 뱅크	28,860	40%	11,544	2019년 카카오 뱅크 자산규모 40조원 순이익 1,443억원 ROE 4.7 Target PER 20배 적용, 은산법 개정 이후 40% 지분율 가정
포도트리	6,000	57.6%	3,456	18년 예상 매출 2500억원*PSR 2.4 (국내외 미디어 콘텐츠 기업 18년 평균)
커머스	20,000	100%	20,000	카카오 선물하기 연간 거래액 1조원에 PSR 2배(2015년 쿠팡-소프트뱅크 벌류에이션)
카카오 M 가치	23,000	76.4%	14,058	5/10 카카오 M 시가총액 2.3조원, 디스카운트 20% 적용
게임가치	16,091	74.9%	12,049	18년 예상 게임 매출액 4,126억원 * PSR 3.9 (국내외 게임사 18년 평균)
광고플랫폼 가치	43,382	100%	43,382	18년 예상 광고 매출액 6,886억원 * PSR 6.3 (광고수익 중심 글로벌 인터넷/SNS 기업 평균 18년 평균)
순현금	11,317		11,317	
카카오 전체 기업가치				144,513
주식수				76,037,678
주당가치				190,054

자료: 유안타증권 리서치센터

## 카카오 모빌리티 가치 추정

(단위: 억원)

	기업가치	이용건수(월)	이용건수(일)	driver 수		카카오 모빌리티 가치
Uber	510,000	300,000,000	10,000,000	7,000,000	2017년 7월 TPG 투자시 벌류	16,000
DiDi Chuxing	600,000	630,000,000	21,000,000	21,000,000	SoftBank 투자제안 벌류	25,000
Lyft	120,000	3,000,000	1,000,000	700,000	우버 이용건수 대비	51,000
Kakao Mobility	16,000~51,000	30,000,000	1,000,000	250,000	디디추싱 이용건수 대비	28,571
					Lyft 드라이버수 대비	42,857

자료: 유안타증권 리서치센터

## 카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,642	19,723	24,268	28,676	32,788	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	14,642	19,723	24,268	28,676	32,788	
판관비	13,481	18,069	22,799	25,347	27,992	
영업이익	1,161	1,654	1,470	3,329	4,796	
EBITDA	2,299	2,952	2,933	4,988	6,473	
영업외손익	-158	-121	668	859	911	
외환관련손익	78	-134	-69	-69	-69	
이자손익	-48	33	-50	-51	-47	
관계기업관련손익	-104	90	772	792	792	
기타	-85	-110	15	188	236	
법인세비용차감전순손익	1,003	1,533	2,137	4,188	5,707	
법인세비용	348	282	869	1,256	1,427	
계속사업순손익	655	1,251	1,268	2,931	4,280	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	655	1,251	1,268	2,931	4,280	
지배지분순이익	577	1,086	1,042	2,409	3,517	
포괄순이익	649	1,191	1,109	2,835	4,172	
지배지분포괄이익	578	1,027	837	2,140	3,149	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		12,170	19,931	24,535	26,230	29,392
현금및현금성자산		6,416	11,168	16,871	18,163	20,950
매출채권 및 기타채권		2,529	3,104	3,206	3,582	3,933
재고자산		126	216	147	174	199
비유동자산		42,672	43,563	45,647	46,796	47,928
유형자산		2,539	2,710	3,337	3,663	3,907
관계기업등 지분관련자산		1,171	1,619	3,078	4,537	5,996
기타투자자산		1,385	2,106	2,336	2,336	2,336
자산총계		54,841	63,494	70,181	73,026	77,320
유동부채		8,060	10,409	15,250	15,767	16,276
매입채무 및 기타채무		3,232	4,251	7,190	7,307	7,416
단기차입금		2,039	1,744	2,144	2,544	2,944
유동성장기부채		0	0	0	0	0
비유동부채		9,752	8,007	8,993	8,993	8,993
장기차입금		7,959	6,208	6,208	6,208	6,208
사채		0	0	0	0	0
부채총계		17,812	18,416	24,243	24,760	25,269
지배지분		34,325	40,291	41,317	43,411	46,815
자본금		339	340	382	382	382
자본잉여금		31,050	36,036	36,036	36,036	36,036
이익잉여금		3,040	4,025	4,967	7,263	10,667
비지배지분		2,704	4,787	4,620	4,855	5,235
자본총계		37,029	45,078	45,938	48,266	52,050
순차입금		1,132	-7,727	-11,932	-12,824	-15,211
총차입금		9,999	7,952	8,352	8,752	9,152

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,173	3,719	5,994	4,820	6,209	
당기순이익	655	1,251	1,268	2,931	4,280	
감가상각비	562	607	723	1,024	1,106	
외환손익	-42	117	69	69	69	
증속,관계기업관련손익	5	-134	-772	-792	-792	
자산부채의 증감	1,154	280	3,291	275	294	
기타현금흐름	839	1,598	1,414	1,312	1,251	
투자활동 현금흐름	-10,000	-3,547	-1,190	-1,888	-1,888	
투자자산	-1,079	-1,107	-687	-687	-687	
유형자산 증가 (CAPEX)	-810	-752	-1,350	-1,350	-1,350	
유형자산 감소	5	29	0	0	0	
기타현금흐름	-8,117	-1,718	847	149	149	
재무활동 현금흐름	9,238	4,676	8,184	8,130	8,130	
단기차입금	1,996	-2,016	400	400	400	
사채 및 장기차입금	5,926	-4	0	0	0	
자본	0	0	42	0	0	
현금배당	-113	-160	-160	-173	-173	
기타현금흐름	1,430	6,856	7,903	7,903	7,903	
연결범위변동 등 기타	34	-97	-7,285	-9,770	-9,664	
현금의 증감	2,445	4,751	5,703	1,292	2,786	
기초 현금	3,972	6,416	11,168	16,871	18,163	
기말 현금	6,416	11,168	16,871	18,163	20,950	
NOPLAT	1,161	1,654	1,470	3,329	4,796	
FCF	2,240	2,176	4,276	2,915	4,219	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

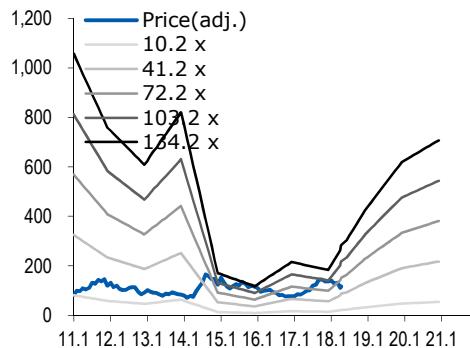
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		874	1,602	1,366	3,158	4,611
BPS		50,769	59,336	54,169	56,914	61,377
EBITDAPS		3,482	4,355	3,845	6,539	8,486
SPS		22,178	29,101	31,814	37,593	42,984
DPS		148	148	148	148	148
PER		106.1	68.7	85.6	37.1	25.4
PBR		1.8	1.9	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA		28.0	24.3	27.9	16.3	12.2
PSR		4.2	3.8	3.7	3.1	2.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		57.1	34.7	23.0	18.2	14.3
영업이익 증가율 (%)		31.1	42.4	-11.1	126.5	44.1
지배순이익 증가율 (%)		-23.8	88.3	-4.0	131.1	46.0
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		7.9	8.4	6.1	11.6	14.6
지배순이익률 (%)		3.9	5.5	4.3	8.4	10.7
EBITDA 마진 (%)		15.7	15.0	12.1	17.4	19.7
ROIC		2.7	3.7	2.6	7.5	11.6
ROA		1.3	1.8	1.6	3.4	4.7
ROE		1.9	2.9	2.6	5.7	7.8
부채비율 (%)		48.1	40.9	52.8	51.3	48.5
순차입금/자기자본 (%)		3.3	-19.2	-28.9	-29.5	-32.5
영업이익/금융비용 (배)		8.1	14.7	11.7	25.4	35.0

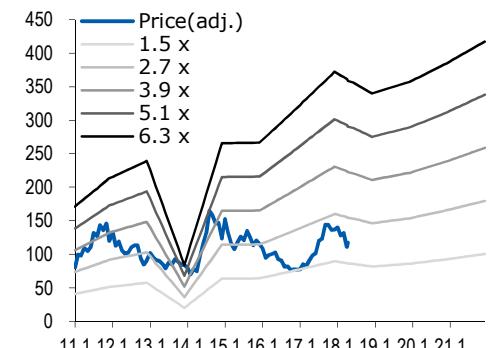
## P/E band chart

(천원)

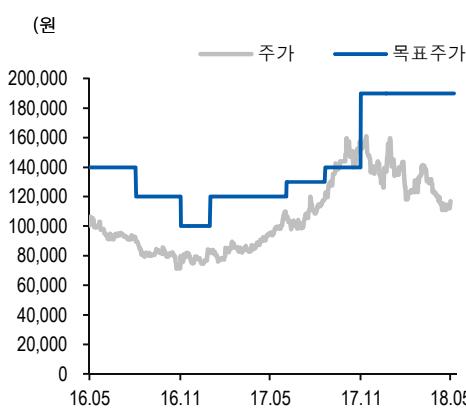


## P/B band chart

(천원)



## 카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-10	BUY	190,000	1년		
2017-11-10	BUY	190,000	1년		
2017-08-30	BUY	140,000	1년	1.38	13.93
2017-06-13	BUY	130,000	1년	-17.47	-7.69
2017-01-09	BUY	120,000	1년	-26.59	-8.50
2016-11-11	BUY	100,000	1년	-21.71	-15.70
2016-08-12	BUY	120,000	1년	-32.70	-26.17
2016-02-11	BUY	140,000	1년	-29.84	-19.57

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.