



하나금융그룹

2018년 7월 12일 | Equity Research

# 카카오 (035720)

## 느리지만 개선되는 편더멘털

### 2분기 실적은 전분기 대비 개선

카카오의 2분기 실적은 광고, 컨텐츠 등의 매출이 견조하게 상승하며 전분기 대비 양호한 실적을 기록할 전망이다. 다만 비용증가를 감안할 때 영업이익은 시장기대치를 소폭 하회할 전망이다. 전체 매출은 5,971억원으로 전분기 대비 7.5%, 전년동기 대비 27.5% 증가할 것으로 기대된다. 이 중 광고매출이 전분기 대비 10.4%, 전년동기 대비 12.8% 증가하며 성장을 견인할 전망이다. 컨텐츠매출도 “배틀그라운드”의 PC방 상용화에 힘입어 전분기 대비 7.7% 증가할 것으로 예상된다. 1분기 크게 증가했던 인건비와 마케팅비용은 2분기에도 소폭 증가할 전망이며, 영업이익은 1분기 대비 148.5% 증가한 259억원을 기록할 것으로 추정된다.

### 광고와 컨텐츠매출 성장은 견조할 전망

카카오의 하반기 실적도 광고와 컨텐츠매출의 성장을 기반으로 견조한 모습을 보일 것으로 판단된다. 광고는 신규광고 상품과 인벤토리 확장이 지속되고 있고 하반기 중 신규광고 플랫폼을 전체 트래픽에 적용하면서 연간 15% 이상의 성장을 기록할 것으로 기대한다. 특히, 경쟁사와 차별화되는 카카오 플랫폼 내의 광고매출 성장이 견조하게 지속되고 있는 만큼 중장기 성장에 대한 기대도 긍정적이다. 컨텐츠 역시 카카오페이지, 픽코마 등의 매출증가가 지속되고 하반기 카카오게임즈의 성장과 더불어 공격적인 영업이 예상된다. 뮤직부문도 유료가입자수가 꾸준히 늘고 있어 매출 증가에 기여할 전망이다. 모빌리티 중심의 O2O 서비스는 카카오택시 스마트호출 지표가 양호하고, 즉시배차 또는 키풀 서비스 활성화에 대한 기대도 유효한 만큼 작지만 유의미한 성장이 지속될 것으로 기대한다. 카카오페이지는 여전히 투자단계로 접근해야 하나 송금거래 활성화, 오프라인 결제확대를 통해 광고 등 기존 사업들과의 시너지를 포함해 다양한 기회를 창출할 수 있을 것으로 판단한다.

### 느리지만 개선되는 편더멘털에 주목

광고, 컨텐츠, 커머스 등의 성장성이 견조하다는 점에서 카카오의 매출증기에 대한 긍정적인 기대는 유효하다. 관련은 비용증가 우려로 매출성장에 따른 이익증가 여부이다. 상대적으로 다양한 비즈니스를 추진하며 관련비용 증가 및 투자확대에 대한 우려가 상존한다. 그럼에도 불구하고 견조한 매출증가에 힘입어 1분기를 저점으로 2분기 이후 분기별 영업이익은 확대될 전망이다. 상대적인 이익구조가 크지 않은 만큼 Valuation에 대한 우려는 여전히 주가에 부정적으로 작용할 전망이다. 다만 지속적인 실적개선이 향후 Valuation 부담을 축소시킬 것이라는 점에서 점진적인 비중확대는 유효하다고 판단된다.

### Update

## BUY

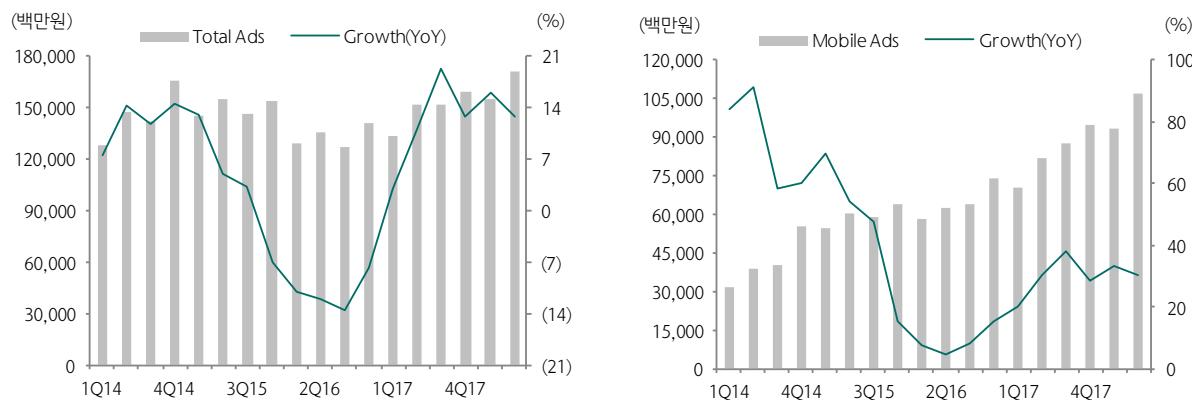
| TP(12M): 180,000원 | CP(7월 11일): 116,500원

### Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,280.62	
52주 최고/최저(원)	161,000/98,500	2,409.6 2,781.3
시가총액(십억원)	8,887.3	
시가총액비중(%)	0.74	
발행주식수(천주)	76,285.6	
60일 평균 거래량(천주)	421.1	
60일 평균 거래대금(십억원)	47.7	
18년 배당금(예상, 원)	148	
18년 배당수익률(예상, %)	0.13	
외국인지분율(%)	24.53	
주요주주 지분율(%)		
김범수 외 25 인	31.94	
MAXIMO PTE	7.34	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	2.2 (17.1) 15.9	
상대	10.7 (9.5) 21.8	

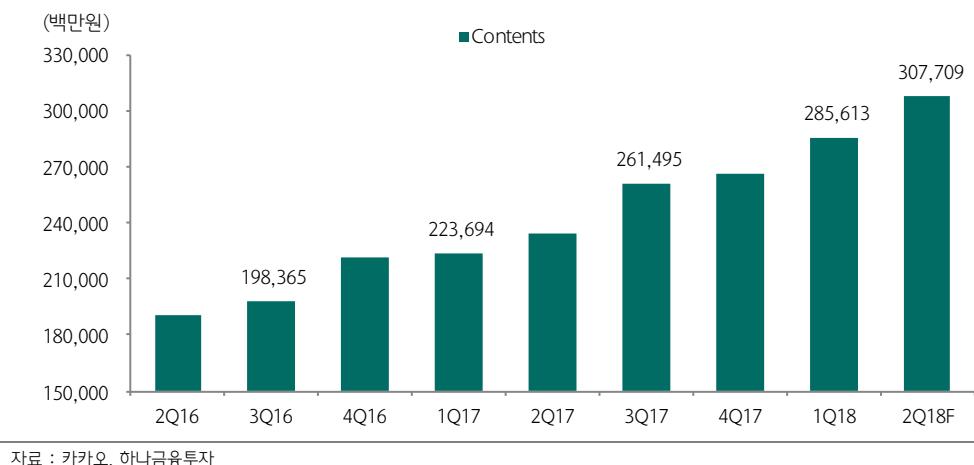
### Consensus Data

그림 1. 견조히 증가 중인 카카오 광고매출



자료 : 카카오, 하나금융투자

그림 2. 컨텐츠 매출성장은 여전히 공격적인 수준



자료 : 카카오, 하나금융투자

표 1. 카카오의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
<b>총매출액</b>	<b>1,972,326</b>	<b>2,410,047</b>	<b>443,787</b>	<b>468,443</b>	<b>515,413</b>	<b>544,685</b>	<b>555,421</b>	<b>597,070</b>	<b>607,777</b>	<b>649,778</b>
성장률(%)	34.7	22.2	(2.2)	5.6	10.0	5.7	2.0	7.5	1.8	6.9
광고	595,729	685,462	133,302	151,398	151,491	159,539	154,644	170,799	170,794	189,224
컨텐츠	985,474	1,247,242	223,694	234,394	261,495	265,891	285,613	307,709	316,994	336,927
기타	391,123	477,343	86,791	82,651	102,427	119,255	115,165	118,562	119,989	123,627
<b>영업비용</b>	<b>1,806,947</b>	<b>2,307,950</b>	<b>405,453</b>	<b>423,804</b>	<b>468,047</b>	<b>509,643</b>	<b>545,020</b>	<b>571,220</b>	<b>577,249</b>	<b>614,461</b>
인건비&복리후생비	412,836	524,150	97,564	101,056	98,167	116,049	125,230	127,431	129,980	141,509
감가상각비	129,818	124,784	31,589	31,271	31,777	35,181	30,568	31,159	31,373	31,683
수수료	730,363	915,039	160,386	178,765	189,755	201,456	210,281	226,887	230,955	246,916
마케팅	116,453	199,297	24,959	21,929	33,460	36,105	47,941	50,751	48,622	51,982
광고대행수수료	88,577	99,246	19,051	23,974	21,975	23,576	22,390	24,729	24,729	27,397
기타	328,900	445,434	71,903	66,808	92,912	97,276	108,608	110,263	111,590	114,974
<b>영업이익</b>	<b>165,380</b>	<b>102,098</b>	<b>38,333</b>	<b>44,638</b>	<b>47,366</b>	<b>35,042</b>	<b>10,402</b>	<b>25,851</b>	<b>30,528</b>	<b>35,317</b>
성장률(%)	42.4	(38.3)	0.4	16.4	6.1	(26.0)	(70.3)	148.5	18.1	15.7
이익률(%)	8.4	4.2	8.6	9.5	9.2	6.4	1.9	4.3	5.0	5.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>108,597</b>	<b>101,664</b>	<b>53,715</b>	<b>11,303</b>	<b>32,055</b>	<b>11,524</b>	<b>13,854</b>	<b>13,202</b>	<b>35,754</b>	<b>38,854</b>
이익률(%)	5.5	4.2	12.1	2.4	6.2	2.1	2.5	2.2	5.9	6.0

자료: 카카오, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,972.3</b>	<b>2,410.0</b>	<b>2,820.5</b>	<b>3,280.3</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,464.2	1,972.3	2,410.0	2,820.5	3,280.3
판관비	1,348.1	1,806.9	2,307.9	2,519.7	2,899.3
<b>영업이익</b>	<b>116.1</b>	<b>165.4</b>	<b>102.1</b>	<b>300.8</b>	<b>381.0</b>
금융순익	0.7	33.2	23.9	23.9	23.9
종속/관계기업손익	(10.4)	9.0	88.6	88.6	88.6
기타영업외손익	(6.1)	(54.3)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
<b>세전이익</b>	<b>100.3</b>	<b>153.3</b>	<b>209.2</b>	<b>407.9</b>	<b>488.1</b>
법인세	34.8	28.2	83.3	98.7	118.1
계속사업이익	65.5	125.1	125.9	309.2	370.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>65.5</b>	<b>125.1</b>	<b>125.9</b>	<b>309.2</b>	<b>370.0</b>
비지배주주지분 순이익	7.8	16.5	0.8	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>57.7</b>	<b>108.6</b>	<b>125.1</b>	<b>309.2</b>	<b>370.0</b>
지배주주지분포괄이익	57.8	102.7	121.6	309.2	370.0
NOPAT	75.8	135.0	61.4	228.0	288.8
EBITDA	229.9	295.2	218.8	404.5	474.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	57.1	34.7	22.2	17.0	16.3
NOPAT증가율	19.0	78.1	(54.5)	271.3	26.7
EBITDA증가율	40.2	28.4	(25.9)	84.9	17.2
영업이익증가율	31.0	42.5	(38.3)	194.6	26.7
(지배주주)순익증가율	(23.8)	88.2	15.2	147.2	19.7
EPS증가율	(31.1)	83.3	3.1	145.5	19.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	15.7	15.0	9.1	14.3	14.5
영업이익률	7.9	8.4	4.2	10.7	11.6
계속사업이익률	4.5	6.3	5.2	11.0	11.3

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	874	1,602	1,651	4,053	4,850
BPS	50,777	59,344	69,275	73,180	77,882
CFPS	3,339	4,517	3,950	6,706	7,620
EBITDAPS	3,482	4,355	2,888	5,302	6,216
SPS	22,178	29,101	31,808	36,973	43,001
DPS	148	148	148	148	148
<b>주가지표(배)</b>					
PER	88.1	85.5	70.6	28.7	24.0
PBR	1.5	2.3	1.7	1.6	1.5
PCFR	23.1	30.3	29.5	17.4	15.3
EV/EBITDA	24.3	30.5	32.6	16.6	13.1
PSR	3.5	4.7	3.7	3.2	2.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.9	2.9	2.7	5.7	6.4
ROA	1.3	1.8	1.8	3.8	4.3
ROIC	2.6	3.6	1.7	6.8	9.1
부채비율	48.1	40.9	35.2	35.1	36.2
순부채비율	3.3	(17.1)	(39.7)	(44.6)	(49.7)
이자보상배율(배)	8.1	14.7	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>1,217.0</b>	<b>1,993.1</b>	<b>3,514.2</b>	<b>3,958.9</b>	<b>4,515.0</b>
금융자산	886.6	1,567.9	3,118.2	3,529.1	4,015.2
현금성자산	641.6	1,116.8	2,580.1	2,945.2	3,336.0
매출채권 등	252.9	310.4	370.3	401.8	467.4
재고자산	12.6	21.6	25.7	27.9	32.5
기타유동자산	64.9	93.2	(0.0)	0.1	(0.1)
<b>비유동자산</b>	<b>4,267.2</b>	<b>4,356.3</b>	<b>4,383.1</b>	<b>4,317.3</b>	<b>4,302.7</b>
투자자산	255.5	372.6	444.4	482.3	560.9
금융자산	138.5	210.6	251.2	272.6	317.1
유형자산	253.9	271.0	225.3	178.8	141.8
무형자산	3,733.2	3,689.6	3,667.5	3,610.4	3,554.2
기타비유동자산	24.6	23.1	45.9	45.8	45.8
<b>자산총계</b>	<b>5,484.1</b>	<b>6,349.4</b>	<b>7,897.3</b>	<b>8,276.1</b>	<b>8,817.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>806.0</b>	<b>1,040.9</b>	<b>1,263.7</b>	<b>1,340.1</b>	<b>1,498.6</b>
금융부채	211.3	176.6	223.0	223.2	223.7
매입채무 등	323.2	425.1	507.1	550.3	640.0
기타유동부채	271.5	439.2	533.6	566.6	634.9
<b>비유동부채</b>	<b>975.2</b>	<b>800.7</b>	<b>790.5</b>	<b>808.8</b>	<b>846.7</b>
금융부채	795.9	620.8	575.8	575.8	575.8
기타비유동부채	179.3	179.9	214.7	233.0	270.9
<b>부채총계</b>	<b>1,781.2</b>	<b>1,841.6</b>	<b>2,054.2</b>	<b>2,148.8</b>	<b>2,345.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,432.5</b>	<b>4,029.1</b>	<b>5,283.9</b>	<b>5,581.8</b>	<b>5,940.5</b>
자본금	33.9	34.0	38.2	38.2	38.2
자본잉여금	3,105.0	3,603.6	4,752.1	4,752.1	4,752.1
자본조정	(11.2)	(6.0)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
기타포괄이익누계액	0.9	(5.0)	(19.1)	(19.1)	(19.1)
이익잉여금	304.0	402.5	517.4	815.3	1,174.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>270.4</b>	<b>478.7</b>	<b>559.2</b>	<b>545.5</b>	<b>531.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,702.9</b>	<b>4,507.8</b>	<b>5,843.1</b>	<b>6,127.3</b>	<b>6,472.3</b>
<b>순금융부채</b>	<b>120.6</b>	<b>(770.4)</b>	<b>(2,319.3)</b>	<b>(2,730.1)</b>	<b>(3,215.6)</b>

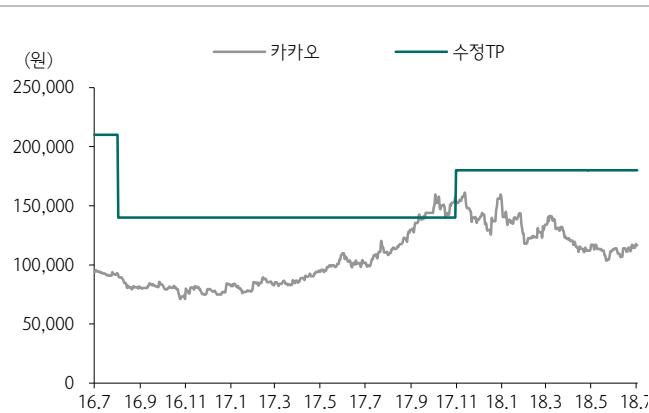
## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>317.3</b>	<b>371.9</b>	<b>381.4</b>	<b>473.6</b>	<b>589.2</b>
당기순이익	65.5	125.1	125.9	309.2	370.0
조정	136.4	218.8	136.5	103.7	93.2
감가상각비	113.8	129.8	116.7	103.7	93.2
외환거래손익	(4.2)	11.7	2.3	0.0	0.0
지분법손익	0.5	(13.4)	(21.3)	0.0	0.0
기타	26.3	90.7	38.8	0.0	0.0
영업활동 변동	115.4	28.0	119.0	60.7	126.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,000.0)</b>	<b>(354.7)</b>	<b>(132.9)</b>	<b>(97.4)</b>	<b>(187.5)</b>
투자자산감소(증가)	(110.3)	(73.1)	(37.1)	(37.9)	(78.6)
유형자산감소(증가)	(80.4)	(72.2)	(17.2)	0.0	0.0
기타	(809.3)	(209.4)	(78.6)	(59.5)	(108.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>923.8</b>	<b>467.6</b>	<b>1,216.8</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(10.8)</b>
금융부채증가(감소)	776.9	(209.8)	1.4	0.2	0.5
자본증가(감소)	834.6	498.7	1,152.7	0.0	0.0
기타재무활동	(676.4)	194.7	72.7	0.0	0.0
배당지급	(11.3)	(16.0)	(10.0)	(11.3)	(11.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>244.5</b>	<b>475.1</b>	<b>1,463.3</b>	<b>365.1</b>	<b>390.9</b>
Unlevered CFO	220.5	306.1	299.3	511.6	581.3
Free Cash Flow	236.3	296.8	364.1	473.6	589.2



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 카카오



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.11.10	BUY	180,000		
17.8.13	1년 경과		-2.71%	13.93%
16.8.12	BUY	140,000	-37.30%	-14.29%
16.7.17	BUY	210,000	-56.07%	-55.29%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.3%	5.8%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 7월 10일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 7월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 7월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.