

카카오 (035720)

인터넷

이창영



02)3770-5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	190,000원 (M)
현재주가 (9/4)	122,000원
상승여력	56%

시가총액	93,069억원
총발행주식수	76,286,122주
60일 평균 거래대금	504억원
60일 평균 거래량	423,852주
52주 고	161,000원
52주 저	103,500원
외인지분율	25.36%
주요주주	김범수 외 25 인 31.95%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.0	13.0	2.1
상대	6.7	19.4	2.7
절대(달러환산)	9.6	9.1	4.2

택시타고 달리고 은행으로 날자

사람보다 나은 라이언의 영업력

카카오뱅크 전월세 대출자 66%가 시중은행 영업 외 시간인 오후 4시부터 다음날 오전 9시 대출약정 체결. 카카오 전월세 대출 금리는 시중은행대비 0.18%pt 저렴(7월기준), 고객문의 35%가 카카오톡 채팅으로 문의. 이중 40%를 챗봇이 응대, 카카오뱅크 인력 370명중 40%가 IT인력. 아직도 사내 직원 프로모션을 통한 신규계좌개설 중인 시중은행과 달리 '소확행' 26주 적금을 통한 20일만에 30만 신규계좌 증설. 1년만에 시중은행과 동일한 145억원의 직원 1인당 대출금 기록 등이 지난 1년간 633만 계좌, 수신 8.6조원, 여신 7조원, 체크카드 500만장 발급의 전세계 유래 없는 성장의 원인이 됨

현재 국내 전체 대출시장에 13%에 불과한 신용대출 위주의 영업에서 향후 주택담보대출(37%), 중국 WeBank, 일본 Rakuten은행과 같은 SME(중소상공인) 기업대출(51%)로 업무영역 확대 시 성장잠재력은 매우 크다는 판단임.

기존 은산분리 입장에서 최근 완화 & 육성으로 선회한 금융당국/정부여당의 입장변화로 판단 시 국내 인터넷 전문은행 성장가능성은 높다는 의견임

2018년 정기국회에서 은산분리 완화를 위한 특별법 통과 시 동사가 보유한 카카오뱅크 지분 18%(무 의결권주식, 전환우선주 포함)가 34%로 증가된다면, 지분증가를 위한 추가 현금 투입 6,420억원을 차감하고도 약 2조원의 벌류가 현실화 될 것으로 예상됨(자산규모 30조원, 자본금 2.5조원, PBR 3배 적용 카카오뱅크 가치 8조원 가정)

2018년 하반기 성장의 날개를 편다

[광고] 타겟팅 효과로 인한 광고단가 50% 상승(17년 11월 이전 대비), 특채널 광고수 증가, 광고매출 3배 증가 하반기 실적 개선의 주요인이 될 것으로 전망. 영업이익 1분기 (104억원) < 2분기 (277억 원)< 3분기 (350억원) < 4분기 전망 (580억원)

[카카오택시] 카카오 택시 하반기 즉시배차 서비스 출시로 유료화 확대, 현행 1000원 보다 4~5배 높게 책정, 택시기사, 이용자 모두의 Needs 충족 전망. 전국 택시기사 27만명 * 30% * 1Call * 5,000원 * 수익배분 50% = 현재 카카오 택시 1Call 수 270만 중 3% =연간 740억원(상반기 영업이익의 2배)

투자의견 BUY, 목표주가 19만원

카카오모빌리티 2.5조원(지분가치 1.7조원)+카카오페이 1조원(지분가치 0.6조원)+카카오뱅크 8조원(지분가치 2조원)+포드트리 1조원(지분가치 0.6조원)+커머스 0.75조원+카카오M 1.5조원+게임 2조원(상장 후 지분가치 1.2조원)+광고플랫폼 5조원+현금 1.1조원 = 14.5조원 = 주당 19만원

Quarterly earning forecasts					(억원, %)	Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)					(억원, 원, %, 배)
	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비		결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	6,165	19.6	4.7	6,095	1.1		매출액	14,642	19,723	24,359	27,860
영업이익	340	-28.2	23.3	341	-0.2		영업이익	1,161	1,654	1,233	1,953
세전계속사업이익	511	-19.0	-15.1	479	6.6		지배순이익	577	1,086	799	1,054
지배순이익	201	-37.2	-5.8	294	-31.6		PER	106.1	68.7	116.5	88.3
영업이익률 (%)	5.5	-3.7 %pt	+0.8 %pt	5.6	-0.1 %pt		PBR	1.8	1.9	1.8	1.7
지배순이익률 (%)	3.3	-2.9 %pt	-0.3 %pt	4.8	-1.5 %pt		EV/EBITDA	28.0	24.3	16.1	14.5

자료: 유안타증권

자료: 유안타증권

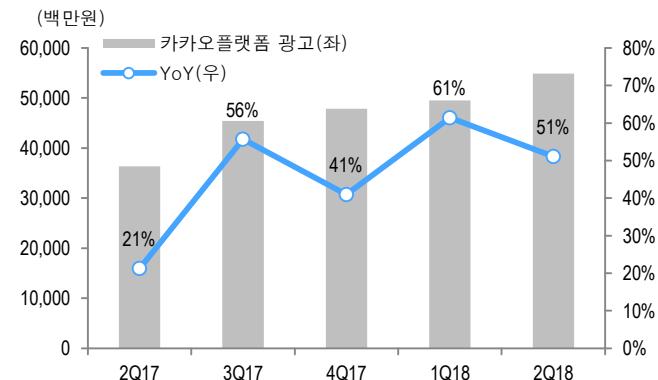
카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출총계	4,438	4,684	5,154	5,447	5,554	5,889	6,165	6,751	19,723	24,359	27,860
광고	1,333	1,514	1,515	1,595	1,546	1,664	1,662	1,824	5,957	6,696	7,464
카카오플랫폼	307	363	454	479	495	549	593	658	1,603	2,295	2,984
다음모바일	413	469	439	479	464	483	468	505	1,801	1,920	2,074
다음 PC	613	681	621	638	588	632	601	661	2,554	2,481	2,407
콘텐츠	2,237	2,344	2,615	2,659	2,856	3,028	3,159	3,356	9,855	12,399	13,701
유료콘텐츠	331	387	455	477	538	607	674	751	1,649	2,570	3,565
이모티콘 외 기타	83	97	96	100	102	97	99	101	375	399	2,332
픽코마	20	31	64	76	81	109	131	158	191	479	8,903
카카오페이지	228	259	296	300	355	400	444	492	1,083	1,691	284
뮤직	1,103	1,171	1,221	1,291	1,263	1,305	1,335	1,378	4,785	5,280	5,597
게임	803	787	939	891	1,056	1,116	1,150	1,227	3,420	4,549	4,540
모바일 게임	466	472	592	535	602	514	529	577	2,064	2,221	2,332
PC 게임	337	315	348	357	391	536	552	580	1,356	2,058	2,208
카카오 VX					63	67	69	71		270	284
기타	868	827	1,024	1,193	1,152	1,198	1,344	1,570	3,911	5,264	6,695
카카오 T/페이/기타 자회사	104	141	123	167	219	264	316	411	535	1,210	1,875
카카오 M 오프라인	260	207	318	334	253	204	210	218	1,118	885	858
커머스	503	479	584	692	679	731	818	941	2,258	3,170	3,962
영업비용	4,055	4,238	4,680	5,096	5,450	5,613	5,824	6,238	18,069	23,126	25,907
인건비	848	881	847	1,026	1,100	1,079	1,152	1,187	3,601	4,518	5,074
복리후생비	128	130	135	134	153	159	160	168	527	640	657
감가상각비	148	149	153	157	160	163	161	162	607	645	665
지급임차료	88	89	92	92	102	111	102	105	361	419	434
지급수수료	1,604	1,788	1,898	2,015	2,103	2,230	2,360	2,513	7,304	9,206	10,545
광고선전비	250	219	335	361	479	453	454	512	1,165	1,898	1,911
대손상각비	1	0	-1	11	9	9	6	7	12	30	33
무형자산상각비	168	164	164	195	146	167	167	167	691	648	645
콘텐츠수수료	249	283	337	344	400	457	420	447	1,214	1,724	1,836
광고대행수수료	191	240	220	236	224	237	241	263	886	965	1,082
행사비	1	3	4	9	4	8	6	6	18	23	25
상품원가	303	212	399	417	468	429	492	596	1,332	1,985	2,530
기타	76	80	98	98	103	112	104	106	352	426	469
영업이익	383	446	474	350	104	276	340	513	1,654	1,233	1,953
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	1.9%	4.7%	5.5%	7.6%	8.4%	5.1%	7.0%

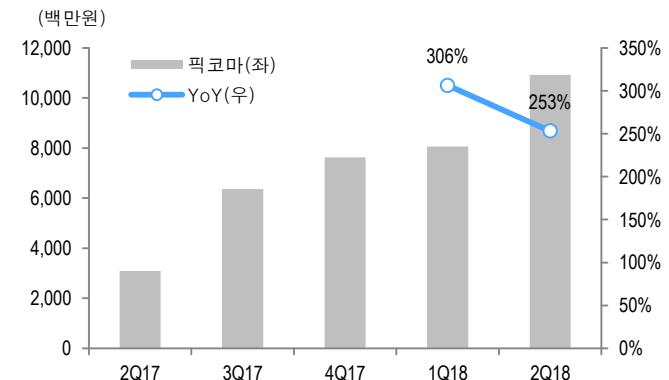
자료: 카카오, 유안티증권 리서치센터

카카오플랫폼 광고 매출액 및 성장을 추이



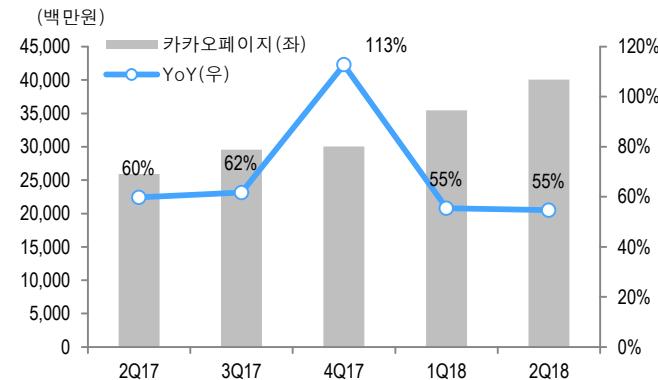
자료: 카카오

픽코마 매출액 및 성장을 추이



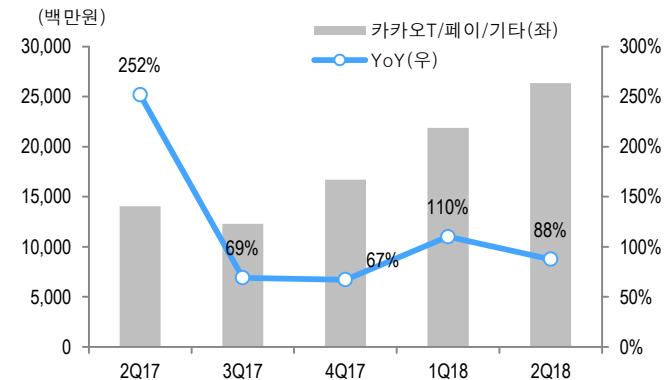
자료: 카카오

카카오페이지 매출액 및 성장을 추이



자료: 카카오

카카오T/페이/기타 자회사 매출액 및 성장을 추이



자료: 카카오

글로벌 피어그룹 Valuation 비교

(단위: 배, %)

기업명	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA		P/S	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Alphabet	23.5	21.1	4.9	4.0	17.5	16.7	15.3	12.6	7.9	6.6
Facebook	22.7	19.3	6.0	4.7	25.0	22.8	14.7	12.4	9.6	7.7
Amazon	73.7	52.7	22.0	15.5	21.7	23.5	29.3	22.0	3.9	3.2
Tencent	36.3	27.6	9.2	7.2	27.9	28.1	24.7	19.5	9.2	6.9
Twitter	47.5	41.9	4.1	3.6	10.0	13.9	19.9	17.0	8.3	7.3
Weibo	29.1	20.6	9.5	6.5	39.3	37.9	24.6	17.1	10.0	7.2
Naver	30.1	27.7	4.5	3.9	16.2	15.2	17.7	14.7	4.6	4.0
Line	265.8	87.8	6.0	5.7	2.2	5.0	43.8	31.2	5.5	4.8
Kakao	74.7	48.6	2.0	1.9	2.9	4.2	29.7	21.2	4.0	3.5

자료: Bloomberg

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	14,642	19,723	24,359	27,860	31,331	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	14,642	19,723	24,359	27,860	31,331	
판관비	13,481	18,069	23,126	25,907	28,591	
영업이익	1,161	1,654	1,233	1,953	2,740	
EBITDA	2,299	2,952	4,653	5,010	5,542	
영업외손익	-158	-121	924	894	871	
외환관련손익	78	-134	0	0	0	
이자손익	-48	33	396	435	475	
관계기업관련손익	-104	90	393	393	393	
기타	-85	-110	135	65	3	
법인세비용차감전순손익	1,003	1,533	2,157	2,847	3,611	
법인세비용	348	282	1,200	1,583	2,008	
계속사업순손익	655	1,251	957	1,264	1,603	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	655	1,251	957	1,264	1,603	
지배지분순이익	577	1,086	799	1,054	1,337	
포괄순이익	649	1,191	894	1,200	1,539	
지배지분포괄이익	578	1,027	519	697	894	

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

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
유동자산	12,170	19,931	35,707	38,531	41,383	
현금및현금성자산	6,416	11,168	21,012	23,475	25,969	
매출채권 및 기타채권	2,529	3,104	2,262	2,587	2,909	
재고자산	126	216	252	288	324	
비유동자산	42,672	43,563	42,463	40,581	38,953	
유형자산	2,539	2,710	0	172	343	
관계기업등 지분관련자산	1,171	1,619	2,621	3,623	4,625	
기타투자자산	1,385	2,106	2,709	2,709	2,709	
자산총계	54,841	63,494	78,170	79,112	80,336	
유동부채	8,060	10,409	12,011	12,011	12,011	
매입채무 및 기타채무	3,232	4,251	3,137	3,137	3,137	
단기차입금	2,039	1,744	5	5	5	
유동성장기부채	0	0	2,199	2,199	2,199	
비유동부채	9,752	8,007	7,716	7,716	7,716	
장기차입금	7,959	6,208	65	65	65	
사채	0	0	5,683	5,683	5,683	
부채총계	17,812	18,416	19,727	19,727	19,727	
지배지분	34,325	40,291	52,467	53,408	54,632	
자본금	339	340	382	382	382	
자본잉여금	31,050	36,036	47,521	47,521	47,521	
이익잉여금	3,040	4,025	4,822	5,763	6,987	
비지배지분	2,704	4,787	5,977	5,977	5,977	
자본총계	37,029	45,078	58,443	59,384	60,608	
순차입금	1,132	-7,727	-24,040	-26,502	-28,996	
총차입금	9,999	7,952	7,961	7,961	7,961	

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	3,173	3,719	6,181	5,817	5,904	
당기순이익	655	1,251	957	1,264	1,603	
감가상각비	562	607	2,841	0	0	
외환손익	-42	117	23	0	0	
종속,관계기업관련손익	5	-134	-385	-393	-393	
자산부채의 증감	1,154	280	1,222	1,117	1,120	
기타현금흐름	839	1,598	1,522	3,830	3,575	
투자활동 현금흐름	-10,000	-3,547	-8,187	-2,189	-2,189	
투자자산	-1,079	-1,107	-719	-609	-609	
유형자산 증가 (CAPEX)	-810	-752	-173	-173	-173	
유형자산 감소	5	29	1	1	1	
기타현금흐름	-8,117	-1,718	-7,296	-1,408	-1,408	
재무활동 현금흐름	9,238	4,676	19,025	8,503	8,503	
단기차입금	1,996	-2,016	0	0	0	
사채 및 장기차입금	5,926	-4	0	0	0	
자본	0	0	10,509	0	0	
현금배당	-113	-160	-160	-173	-173	
기타현금흐름	1,430	6,856	8,676	8,676	8,676	
연결범위변동 등 기타	34	-97	-7,174	-9,669	-9,725	
현금의 증감	2,445	4,751	9,845	2,463	2,494	
기초 현금	3,972	6,416	11,168	21,012	23,475	
기말 현금	6,416	11,168	21,012	23,475	25,969	
NOPLAT	1,161	1,654	1,233	1,953	2,740	
FCF	2,240	2,176	5,017	4,867	4,965	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

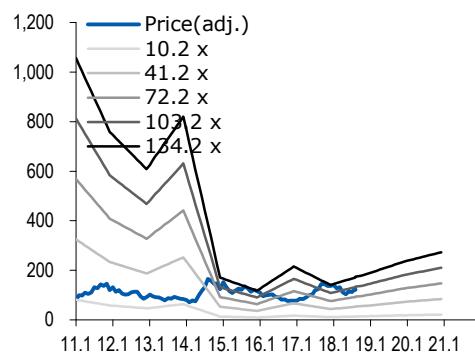
3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
EPS	874	1,602	1,047	1,382	1,752	
BPS	50,765	59,332	68,781	70,015	71,619	
EBITDAPS	3,482	4,355	6,099	6,567	7,264	
SPS	22,178	29,101	31,932	36,521	41,070	
DPS	148	148	148	148	148	
PER	106.1	68.7	116.5	88.3	69.6	
PBR	1.8	1.9	1.8	1.7	1.7	
EV/EBITDA	28.0	24.3	16.1	14.5	12.6	
PSR	4.2	3.8	3.8	3.3	3.0	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액 증가율 (%)	57.1	34.7	23.5	14.4	12.5	
영업이익 증가율 (%)	31.1	42.4	-25.4	58.4	40.3	
지배순이익 증가율 (%)	-23.8	88.3	-26.5	32.0	26.8	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	7.9	8.4	5.1	7.0	8.7	
지배순이익률 (%)	3.9	5.5	3.3	3.8	4.3	
EBITDA 마진 (%)	15.7	15.0	19.1	18.0	17.7	
ROIC	2.7	3.7	1.7	2.9	4.5	
ROA	1.3	1.8	1.1	1.3	1.7	
ROE	1.9	2.9	1.7	2.0	2.5	
부채비율 (%)	48.1	40.9	33.8	33.2	32.5	
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-19.2	-45.8	-49.6	-53.1	
영업이익/금융비용 (배)	8.1	14.7	12.6	20.0	28.1	

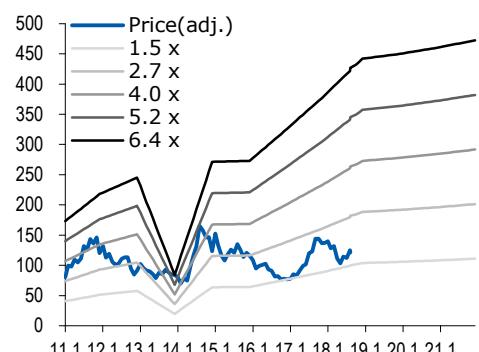
P/E band chart

(천원)



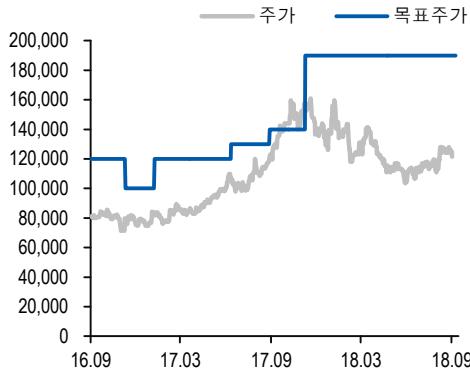
P/B band chart

(천원)



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $\frac{\text{실제주가} - \text{목표주가}}{\text{목표주가}} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-09-05	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

주: 기준일 2018-09-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분

투자의견 비율(%)

Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 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.