



카카오 (035720)

인터넷

이창영



02)3770-5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	155,000원 (D)
현재주가 (11/7)	95,600원
상승여력	62%

시가총액	79,717억원
총발행주식수	83,386,273주
60일 평균 거래대금	515억원
60일 평균 거래량	451,639주
52주 고	161,000원
52주 저	87,600원
외인지분율	24.70%
주요주주	김범수 외 27 인 29.23%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.3)	(20.3)	(37.9)
상대	(4.3)	(11.8)	(24.0)
절대(달러환산)	(11.7)	(20.3)	(38.6)

주력 사업 고성장 확인

3분기 실적 Review : 매출액 5,993억원 YoY +16%, 영업이익 307억원 YoY -35%, 지배순이익 167억원 YoY -48%. 시장기대치 상회. 광고 1,671억원 YoY +10%(카카오플랫폼 광고 약 685억원 YoY +51%, QoQ +25%), 콘텐츠 3,067억원 YoY +17%(웹툰 등 유료콘텐츠 713억원 YoY +57%, QoQ +17%), 카카오T/페이 등 약 465억원 YoY +5%, 커머스 791억원 YoY +35%, QoQ +8%. 매출 증가, 광고선전비 Q-Q 감소(90억원)로 영업이익(률) 증가. 신성장사업(모빌리티, 페이, 글로벌, AI, 블록체인) 적자 445억원 제외 시 2분기 영업이익은 752억원 (18년 P/E 33배 수준)

4분기 및 2019년 전망 : [광고] 타게팅(모멘트) 광고 적용에 따른 광고단가(CPM)가 상승. 9월 개편 이후 샵탭(3탭) 검색조화수 급증에 따른 광고매출 증가, 플러스친구 광고주, 광고메시지수 증가, 알림톡 파트너사 증가(26,000명 YoY +136%), 4분기 성수기 효과 등으로 고성장 지속 전망 [콘텐츠] 일본 피코마(웹툰) 매출 157억원 YoY +146%, QoQ +44%. 국내 카카오 페이지 449억원 YoY +52%, QoQ +12% 등 추세적 성장 이어질 전망 [모빌리티] 법제도 환경, 관련 이익단체 등 이해관계가 복잡하여 수익화에 대한 시기, 규모가 불확실한 상황 [커머스] 카카오 결제, 플러스 친구 등과의 연계, 분사를 통한 사업집중으로 현재의 고성장 지속 전망. [2019년] 카카오 광고, 국내외 웹툰, 커머스 고성장 지속 전망. 카카오뱅크 지분율 확대 및 지분법 이익 추가될 전망. 신성장사업 투자 규모에 따라 이익규모가 달라지겠지만, 낮은 ROI로 인해 투자(비용)증가 가능성은 제한적일 것으로 전망

투자의견 BUY, 목표주가 155,000원으로 하향: 당사는 카카오플랫폼의 유저 사용량에 비해 수익화가 부진하다는 우려가 있는 상황임. 그러나, 당사가 추정한 카카오 플랫폼을 통해 발생하는 매출액(다음포털 및 멜론 등 제외)은 3분기 기준 약 3800억원으로 2018년 연간 약 1.2조원의 매출액을 발생 YoY 31.5% 성장하고 있음. 미래 성장을 위한 모빌리티, 결제, AI, 글로벌 등의 사업을 위한 손실을 제외하면 분기당 약500억원(멜론 250억원 제외)의 영업이익을 창출하고 있음. 이외에 카카오뱅크, 결제, 모빌리티 등 다양한 사업에서 추가적인 수익창출이 가능한 상황임. 다만, 국내 법, 제도, 사회적 합의 등 무유형의 규제 등으로 인해 모빌리티 등 추가적인 수익화가 지연되고 있는 상황임.

최근 게임 부진에 따른 카카오키즈 장외거래 가격 하락, 모빌리티 수익화 지체 및 불확실성 증대, 글로벌 피어 기업들의 최근 밸류에이션 하락 등을 반영하여 목표주가를 155,000원으로 하향 조정하고, 투자의견은 BUY를 유지함

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,993	16.3	1.8	6,024	-0.5
영업이익	307	-35.3	11.1	262	16.9
세전계속사업이익	482	-23.5	-15.4	333	45.1
지배순이익	167	-48.0	-9.2	213	-21.9
영업이익률 (%)	5.1	-4.1 %pt	+0.4 %pt	4.4	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-3.4 %pt	-0.3 %pt	3.5	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	14,642	19,723	23,882	27,313
영업이익	1,161	1,654	1,094	1,496
지배순이익	577	1,086	726	1,412
PER	106.1	68.7	109.8	56.5
PBR	1.8	1.9	1.4	1.4
EV/EBITDA	28.0	24.3	13.8	13.1
ROE	1.9	2.9	1.6	2.7

자료: 유안타증권

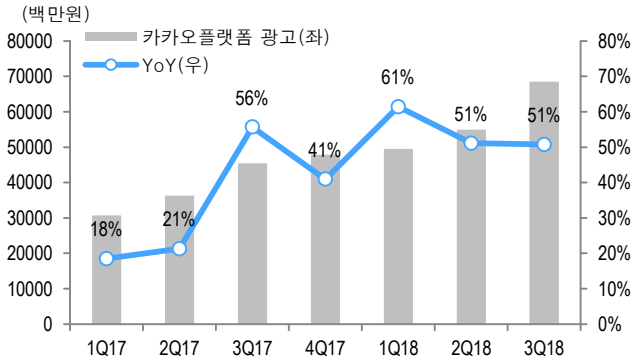
카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출총계	4,438	4,684	5,154	5,447	5,554	5,889	5,993	6,445	19,723	23,882	27,313
광고	1,333	1,514	1,515	1,595	1,546	1,664	1,671	1,831	5,957	6,712	7,455
카카오플랫폼	307	363	454	479	495	549	685	774	1,603	2,503	3,529
다음모바일	413	469	439	479	464	483	418	443	1,801	1,807	1,717
다음 PC	613	681	621	638	588	632	568	614	2,554	2,402	2,209
콘텐츠	2,237	2,344	2,615	2,659	2,856	3,028	3,067	3,258	9,855	12,209	13,750
웹툰&이모티콘	331	387	455	477	538	607	713	806	1,649	2,663	3,702
이모티콘 외 기타	83	97	96	100	102	97	107	109	375	415	2,091
픽코마	20	31	64	76	81	109	157	198	191	544	8,056
카카오페이지	228	259	296	300	355	400	449	499	1,083	1,703	352
뮤직	1,103	1,171	1,221	1,291	1,263	1,305	1,360	1,409	4,785	5,336	5,656
게임	803	787	939	891	1,056	1,116	994	1,044	3,420	4,210	4,391
모바일 게임	466	472	592	535	602	514	427	449	2,064	1,992	2,091
PC 게임	337	315	348	357	391	536	487	511	1,356	1,925	1,948
카카오 VX					63	67	80	83	0	293	352
기타	868	827	1,024	1,193	1,152	1,198	1,255	1,356	3,911	4,961	6,108
카카오 T/페이/기타 자회사	365	347	440	489	472	467	465	478	1,641	1,882	2,259
커머스	503	479	584	692	679	731	791	878	2,258	3,079	3,849
영업비용	4,055	4,238	4,680	5,096	5,450	5,613	5,686	6,038	18,069	22,788	25,816
인건비	848	881	847	1,026	1,100	1,079	1,109	1,183	3,601	4,472	5,116
복리후생비	128	130	135	134	153	159	167	172	527	650	709
감가상각비	148	149	153	157	160	163	170	173	607	665	685
지급임차료	88	89	92	92	102	111	131	132	361	476	497
지급수수료	1,604	1,788	1,898	2,015	2,103	2,230	2,286	2,438	7,304	9,058	10,423
광고선전비	250	219	335	361	479	453	363	397	1,165	1,693	1,806
대손상각비	1	0	-1	11	9	9	-5	5	12	18	24
무형자산상각비	168	164	164	195	146	167	180	172	691	666	678
콘텐츠수수료	249	283	337	344	400	457	521	514	1,214	1,892	1,941
광고대행수수료	191	240	220	236	224	237	205	230	886	896	1,041
행사비	1	3	4	9	4	8	9	8	18	29	32
상품원가	303	212	399	417	468	429	453	509	1,332	1,858	2,386
기타	76	80	98	98	103	112	97	104	352	416	479
영업이익	383	446	474	350	104	276	307	408	1,654	1,094	1,496
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	1.9%	4.7%	5.1%	6.3%	8.4%	4.6%	5.5%

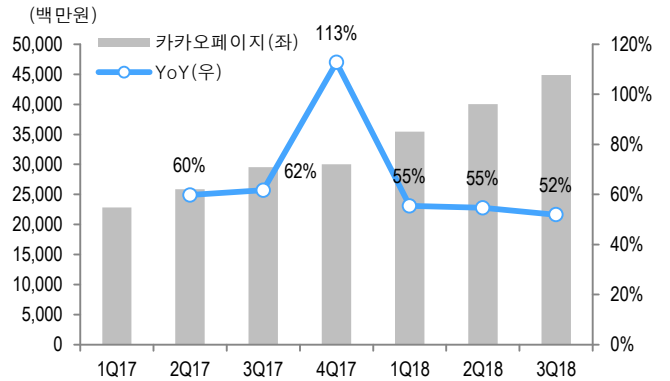
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오플랫폼 광고 매출액 및 성장률



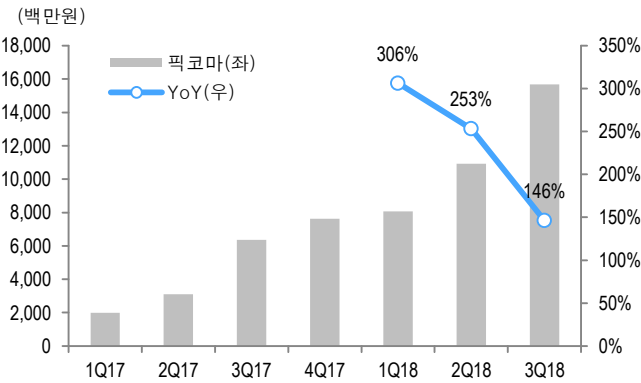
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오페이지 매출액 및 성장률



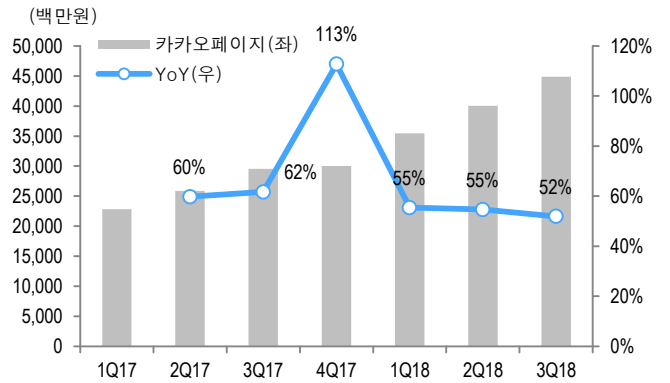
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

픽코마 매출액 및 성장률



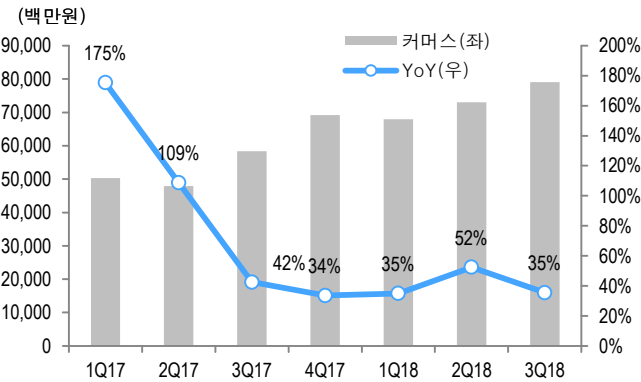
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오페이지 매출액 및 성장률



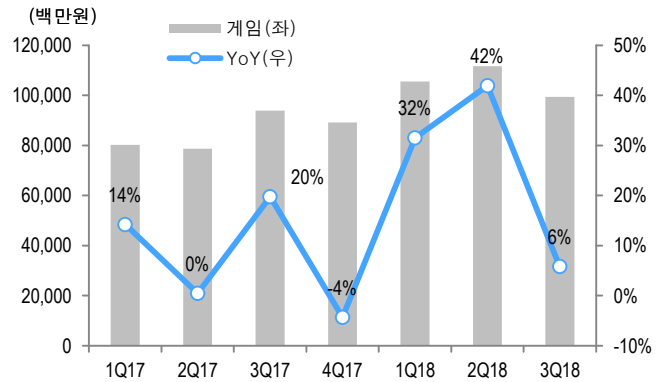
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

커머스 매출액 및 성장률



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

게임 매출액 및 성장률

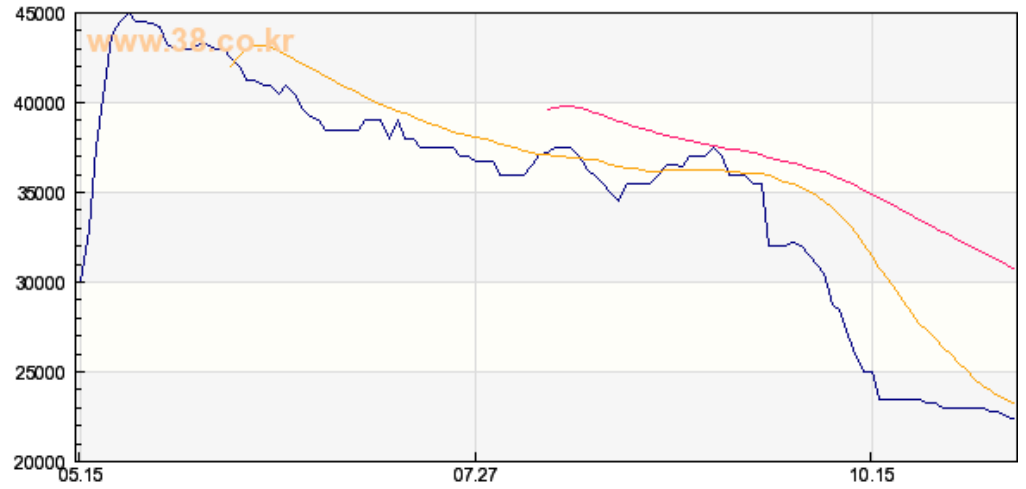


자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오톡 알림톡 광고 파트너 수									(단위: 명)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	QoQ	YoY
알림톡 파트너수	5,800	7,600	11,000	14,200	17,800	23,500	26,000	11%	136%

자료: 카카오

카카오게임즈 장외 주가 추이



자료: 38 커뮤니케이션, 유안타증권 리서치센터

	벨류	지분율	지분가치	벨류산정내역
카카오모빌리티	25,000	69%	17,250	2017년 소프트뱅크 1조원 투자제안시 벨류. (17년 6월 미국 TPG 로 부터 실제 투자받은 17년 2월 엔트 파이낸셜(알리페이)로 부터 실제 투자 받은 벨류 4000억원
카카오페이	10,000	61%	6,100	
카카오뱅크	79,000	34%	20,440	카카오뱅크 자산 규모 30조원 순이익 1367억원, Target PBR 3배, 은산법 개정 이후 지분율 34% 가정, 증자 및 지분율 증가시 현금투여 6420억 차감
포도트리	10,360	58%	5,967	19년 예상 매출 3700억원 * PSR 2.8배 (국내외 미디어컨텐츠 기업 19년 평균)
커머스	7,500	100%	7,500	카카오 선물하기 연간거래액 1.5조원 * 0.5배(11번가, 국민연금 주식취득시 벨류에이션
카카오 M	25,266	76%	15,443	합병전 카카오 M 시가총액 2.5조원, 디스카운트 20% 적용
게임	10,821	60%	6,493	카카오 게임즈 장외 기업가치 주당 2.2만원(11/8), 발행주식수 49,184,253주
광고플랫폼	38,023	100%	38,023	19년 예상 광고 매출액 7456억원 * PSR 5.1배 적용(글로벌 인터넷 기업 평균)
순현금			12,510	2018년 9월 30일 기준
카카오전체 기업가치				129,726
발행주식수(주)				83,386,273
주당가치(원)				155,272

자료: 유안타증권 리서치센터

기업명	국가	시가총액	P/E		ROE		P/S	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
ALPHABET INC-C	US	765,203	21.3	20.0	17.6	16.3	7.0	5.8
YAHOO JAPAN CORP	JP	15,001	14.4	17.3	13.4	10.6	1.9	1.8
FACEBOOK INC-A	US	436,104	18.1	17.2	25.5	21.6	7.9	6.4
TWITTER INC	US	26,636	41.8	42.2	10.0	10.4	8.9	7.9
WEIBO CORP-ADR	CN	14,525	24.3	18.7	38.8	35.7	8.3	6.3
AMAZON.COM INC	US	858,380	64.4	48.1	23.6	24.9	3.7	3.1
TENCENT	CN	356,861	31.4	24.8	26.2	25.7	7.9	6.0
LINE CORP	JP	7,517	151304.3	108.2	0.3	2.6	3.9	3.4
평균			30.8	26.9	22.1	20.8	6.2	5.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,642	19,723	23,882	27,313	30,561
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	14,642	19,723	23,882	27,313	30,561
판매비	13,481	18,069	22,787	25,816	28,169
영업이익	1,161	1,654	1,094	1,496	2,392
EBITDA	2,299	2,952	4,823	4,894	5,481
영업외손익	-158	-121	829	627	909
외환관련손익	78	-134	0	0	0
이자손익	-48	33	418	461	512
관계기업관련손익	-104	90	296	197	294
기타	-85	-110	115	-31	102
법인세비용차감전순이익	1,003	1,533	1,923	2,123	3,301
법인세비용	348	282	1,229	637	825
계속사업순이익	655	1,251	695	1,486	2,476
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	655	1,251	695	1,486	2,476
지배지분순이익	577	1,086	726	1,412	2,302
포괄순이익	649	1,191	619	1,411	2,400
지배지분포괄이익	578	1,027	455	1,129	2,040

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	12,170	19,931	31,952	34,578	37,689
현금및현금성자산	6,416	11,168	19,619	21,927	24,736
매출채권 및 기타채권	2,529	3,104	2,963	3,228	3,478
재고자산	126	216	379	434	485
비유동자산	42,672	43,563	45,688	44,090	42,898
유형자산	2,539	2,710	0	341	681
관계기업등 지분관련자산	1,171	1,619	3,138	4,597	6,154
기타투자자산	1,385	2,106	4,715	4,715	4,715
자산총계	54,841	63,494	77,640	78,669	80,588
유동부채	8,060	10,409	16,930	16,859	16,787
매입채무 및 기타채무	3,232	4,251	3,255	3,255	3,255
단기차입금	2,039	1,744	7,534	7,462	7,390
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9,752	8,007	2,402	2,208	2,013
장기차입금	7,959	6,208	290	95	-99
사채	0	0	0	0	0
부채총계	17,812	18,416	19,333	19,066	18,800
지배지분	34,325	40,291	52,322	53,617	55,802
자본금	339	340	417	417	417
자본잉여금	31,050	36,036	47,400	47,400	47,400
이익잉여금	3,040	4,025	4,780	6,075	8,260
비지배지분	2,704	4,787	5,985	5,985	5,985
자본총계	37,029	45,078	58,307	59,602	61,788
순차입금	1,132	-7,727	-19,004	-21,579	-24,654
총차입금	9,999	7,952	7,836	7,569	7,303

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,173	3,719	5,678	6,404	7,004
당기순이익	655	1,251	695	1,486	2,476
감가상각비	562	607	3,080	0	0
외환손익	-42	117	-179	0	0
종속, 관계기업 관련손익	5	-134	-292	-197	-294
자산부채의 증감	1,154	280	1,599	1,022	1,039
기타현금흐름	839	1,598	776	4,092	3,784
투자활동 현금흐름	-10,000	-3,547	-8,121	-2,528	-2,528
투자자산	-1,079	-1,107	-3,280	-1,262	-1,262
유형자산 증가 (CAPEX)	-810	-752	-344	-344	-344
유형자산 감소	5	29	3	3	3
기타현금흐름	-8,117	-1,718	-4,501	-925	-925
재무활동 현금흐름	9,238	4,676	15,004	4,443	4,443
단기차입금	1,996	-2,016	-72	-72	-72
사채 및 장기차입금	5,926	-4	-195	-195	-195
자본	0	0	10,545	0	0
현금배당	-113	-160	-181	-198	-198
기타현금흐름	1,430	6,856	4,907	4,907	4,907
연결범위변동 등 기타	34	-97	-4,109	-6,011	-6,110
현금의 증감	2,445	4,751	8,451	2,308	2,809
기초 현금	3,972	6,416	11,168	19,619	21,927
기말 현금	6,416	11,168	19,619	21,927	24,736
NOPLAT	1,161	1,654	1,094	1,496	2,392
FCF	2,240	2,176	5,379	5,123	5,578

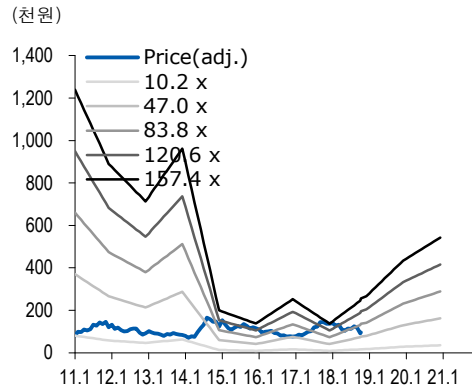
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

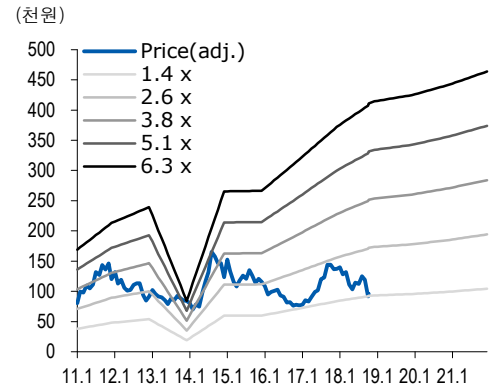
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	874	1,602	871	1,693	2,761
BPS	50,769	59,336	66,102	67,738	70,498
EBITDAPS	3,482	4,355	5,784	5,870	6,573
SPS	22,178	29,101	28,640	32,755	36,650
DPS	148	148	148	148	148
PER	106.1	68.7	109.8	56.5	34.6
PBR	1.8	1.9	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	28.0	24.3	13.8	13.1	11.1
PSR	4.2	3.8	3.3	2.9	2.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	57.1	34.7	21.1	14.4	11.9
영업이익 증가율 (%)	31.1	42.4	-33.8	36.7	59.9
지배순이익 증가율 (%)	-23.8	88.3	-33.2	94.5	63.1
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.9	8.4	4.6	5.5	7.8
지배순이익률 (%)	3.9	5.5	3.0	5.2	7.5
EBITDA 마진 (%)	15.7	15.0	20.2	17.9	17.9
ROIC	2.7	3.7	1.2	3.3	6.1
ROA	1.3	1.8	1.0	1.8	2.9
ROE	1.9	2.9	1.6	2.7	4.2
부채비율 (%)	48.1	40.9	33.2	32.0	30.4
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-19.2	-36.3	-40.2	-44.2
영업이익/금융비용 (배)	8.1	14.7	19.2	27.2	45.0

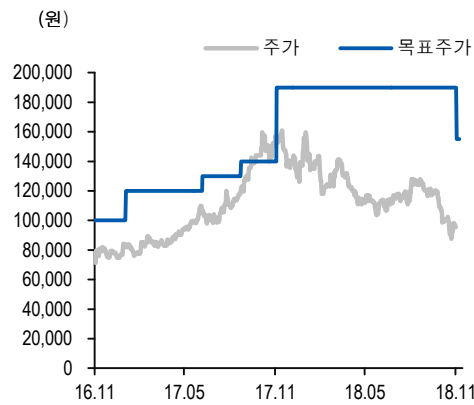
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-09	BUY	155,000	1년		
2017-11-10	BUY	190,000	1년	-35.17	-15.26
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.