

# 카카오 (035720)

## 궤도에 오르다

### 2분기 이후 비용 부담 두드러지게 줄어들 것

지난 4분기 실적발표 이후 카카오는 향후 비용효율성 제고에 대한 시장의 기대가 커지고 있다. 가맹점 네트워크 구축 등이 마무리되면서 큰 규모의 마케팅비 지출요인이 감소했고, 2018년 1,400여명의 충원을 통해 인력수급도 상당부분 충족되었다는 점에서 추가적인 인력증가는 제한적일 전망이다. 정확한 수치를 추정하기 어려우나 4월 3일 시행되는 송금 수수료 부분 유료화도 비용절감에 기여할 것이다. 그동안 카카오가 전액 지급했던 계좌 송금 수수료를 월 10회 무료로 제공되고 이후 건당 500원의 송금 수수료를 사용자가 부담하게 된다. 카카오톡 친구송금, QR 송금, 투자 등 서비스 이용 송금은 향후에도 무료로 제공되거나 정부가 추진하고 있는 간편결제 공동 결제시스템 구축(9월 추정)이 마무리 되면 비용이 크게 감소(기존 펌뱅킹 수수료의 1/10, 정부추산할 것이다).

### 5부 능선을 넘어선 신규 비즈니스, 수익성을 논하다

카카오는 2014년 합병 이후 2018년까지 연평균 35.8% 비용증가를 기록했으며 영업이익은 연평균 23.1% 감소했다. 실적 악화의 주요인이 신규서비스를 위한 비용증가로 판단되는 만큼 서비스 셋업 이후 수익성 확보에 관심이 모아지고 있다. 가입자, 가맹점 확보, 서비스 네트워크 구축 등 서비스에 필요한 인프라 및 가입자 기반 등이 확보되었다고 판단되는 만큼 금융 및 모빌리티 서비스의 수익화 과정에서 투자심리도 개선될 것이다. 카카오뱅크는 2019년 후자 전환이 확실해 보이고 카카오페이도 제휴 확대와 더불어 다양한 상품 라인업을 확보에 시장에 공급을 늘릴 계획이다. 바로증권 인수가 확정되면 상품 라인업은 더욱 다양해질 전망이다. 모빌리티 부문도 기존의 카카오택시, 드라이버에 이어 카풀 서비스를 준비중에 있으며 '웨이고블루' 등 부가 가맹사업에 이어 다양한 플랫폼택시 비즈니스 모델을 구상중인 것으로 보인다.

### 1분기 실적은 So-So, 2분기를 기대

1분기 실적은 견조한 매출증가가 지속되는 가운데 비용부담이 완화되며 전분기 대비 개선된 모습을 기록할 전망이다. 본격적인 실적개선은 2분기 이후 가능할 것으로 판단된다. 매출은 광고 및 커머스, 콘텐츠 매출의 호조세가 지속되며 전년동기 대비 19.4% 증가할 것으로 예상되며 전분기 대비로는 계절적 이슈(비수기)로 1.5% 수준 감소할 전망이다. 인원 증가가 제한되고 전분기 성과급 효과가 제거되며 영업비용이 전분기 대비 3.9% 감소해 영업이익은 207억원을 기록할 것으로 보인다. 회사에서도 언급했듯이 2분기 이후 실적은 크게 개선될 것이다. 비용 컨트롤이 본격화되고 카카오톡 기반의 광고 상품 출시되며, 카카오페이 송금 수수료 부담 감소가 반영될 것으로 보이기 때문이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 180,000원 | CP(4월 2일): 103,500원

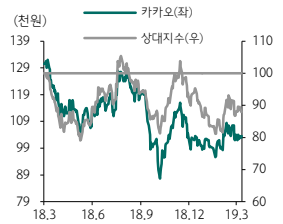
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.18
52주 최고/최저(원)	129,000/87,600
시가총액(십억원)	8,630.6
시가총액비중(%)	0.72
발행주식수(천주)	83,387.8
60일 평균 거래량(천주)	397.1
60일 평균 거래대금(십억원)	40.5
19년 배당금(예상, 원)	127
19년 배당수익률(예상, %)	0.12
외국인지분율(%)	24.19
주요주주 지분율(%)	
김범수 외 21인	29.00
국민연금	6.80
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.0 (10.4) (19.8)
상대	0.8 (4.9) (9.9)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,862.6	3,306.0
영업이익(십억원)	157.4	257.2
순이익(십억원)	138.3	211.4
EPS(원)	1,530	2,364
BPS(원)	61,085	63,483

#### Stock Price



#### Financial Data

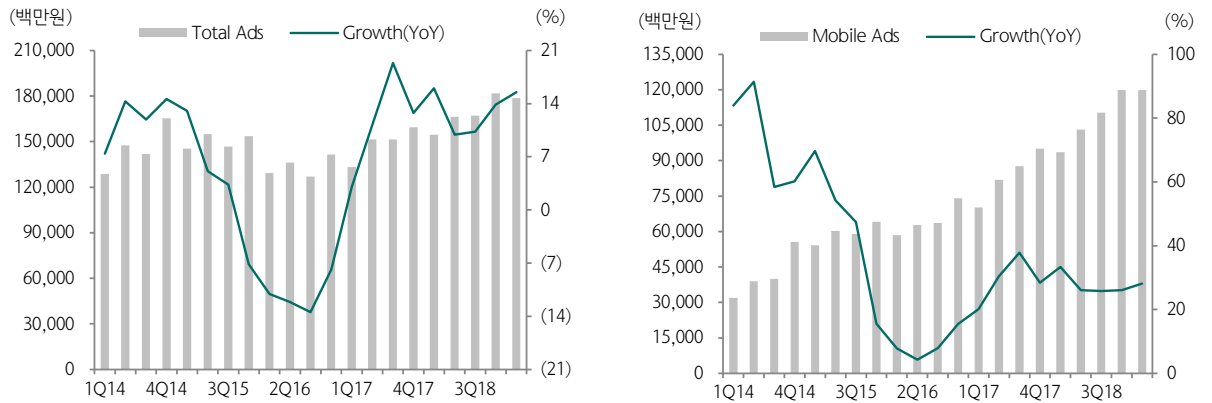
투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	1,464.2	1,972.3	2,417.0	2,875.2	3,402.5
영업이익	십억원	116.1	165.4	72.9	133.5	296.6
세전이익	십억원	100.3	153.3	130.7	175.0	338.1
순이익	십억원	57.7	108.6	47.9	133.0	256.6
EPS	원	874	1,602	613	1,595	3,078
증감률	%	(31.1)	83.3	(61.7)	160.2	93.0
PER	배	88.15	85.50	168.01	64.87	33.63
PBR	배	1.52	2.31	1.67	1.64	1.57
EV/EBITDA	배	24.35	29.93	35.42	24.37	14.52
ROE	%	1.93	2.91	1.04	2.56	4.77
BPS	원	50,777	59,344	61,614	63,089	66,046
DPS	원	148	148	127	127	127



Analyst 황승벽  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

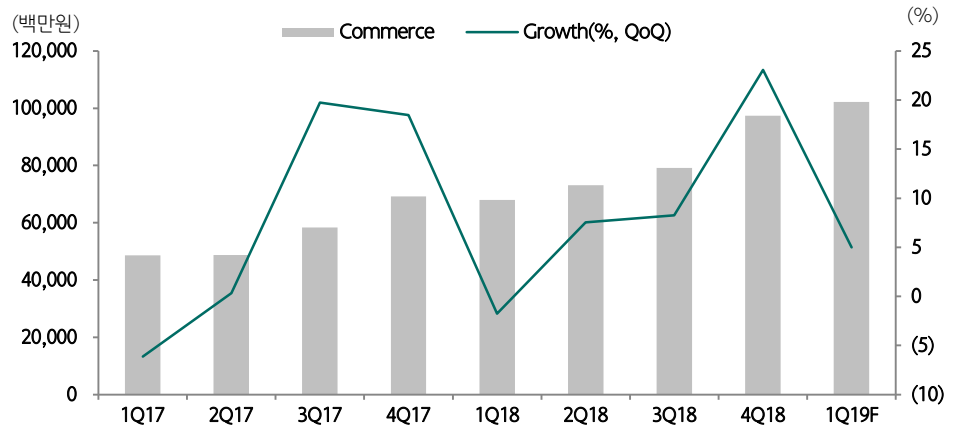
RA 정우상  
02-3771-8547  
ws.jung@hanafn.com

그림 1. 카카오의 건조한 광고매출 증가



자료: 카카오, 하나금융투자

그림 2. '선물하기'에 기반한 커머스 매출의 호조



자료: 카카오, 하나금융투자

표 1. 카카오의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
<b>총매출액</b>	<b>1,972,326</b>	<b>2,416,701</b>	<b>2,875,229</b>	<b>555,421</b>	<b>588,933</b>	<b>599,293</b>	<b>673,053</b>	<b>663,038</b>	<b>701,841</b>	<b>732,228</b>	<b>778,121</b>
성장률(%)	34.7	22.5	19.0	2.0	6.0	1.8	12.3	(1.5)	5.9	4.3	6.3
광고	595,729	669,807	827,985	154,644	166,381	167,093	181,689	178,600	199,521	211,463	238,401
콘텐츠	985,474	1,209,398	1,297,703	285,613	302,768	306,652	314,365	310,536	319,722	329,038	338,407
기타	391,123	537,496	749,541	115,165	119,784	125,548	177,000	173,902	182,597	191,727	201,314
<b>영업비용</b>	<b>1,806,947</b>	<b>2,343,747</b>	<b>2,741,728</b>	<b>545,020</b>	<b>561,343</b>	<b>568,629</b>	<b>668,755</b>	<b>642,369</b>	<b>671,320</b>	<b>696,701</b>	<b>731,338</b>
인건비&복리후생비	412,836	532,227	580,625	125,230	123,823	127,581	155,593	143,159	144,123	145,815	147,528
감가상각비	129,818	134,943	154,714	30,568	33,017	34,984	36,374	37,258	38,070	39,158	40,228
수수료	730,363	916,568	1,087,860	210,281	223,014	228,619	254,654	250,864	265,546	277,043	294,407
마케팅	116,453	184,065	201,266	47,941	45,311	36,274	54,538	46,413	49,129	51,256	54,468
광고대행수수료	88,577	89,954	106,607	22,390	23,695	20,476	23,393	22,996	25,689	27,227	30,695
기타	328,900	485,989	610,655	108,608	112,483	120,695	144,203	141,679	148,763	156,201	164,011
<b>영업이익</b>	<b>165,380</b>	<b>72,954</b>	<b>133,500</b>	<b>10,402</b>	<b>27,590</b>	<b>30,664</b>	<b>4,298</b>	<b>20,669</b>	<b>30,521</b>	<b>35,527</b>	<b>46,783</b>
성장률(%)	42.4	(55.9)	83.0	(70.3)	165.2	11.1	(86.0)	380.9	47.7	16.4	31.7
이익률(%)	8.4	3.0	4.6	1.9	4.7	5.1	0.6	3.1	4.3	4.9	6.0
<b>계속사업이익</b>	<b>153,298</b>	<b>133,787</b>	<b>173,500</b>	<b>37,181</b>	<b>57,021</b>	<b>48,238</b>	<b>(8,652)</b>	<b>30,669</b>	<b>40,521</b>	<b>45,527</b>	<b>56,783</b>
이익률(%)	7.8	5.5	6.0	6.7	9.7	8.0	(1.3)	4.6	5.8	6.2	7.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>108,597</b>	<b>46,145</b>	<b>131,513</b>	<b>13,854</b>	<b>18,366</b>	<b>16,672</b>	<b>(2,747)</b>	<b>23,247</b>	<b>30,715</b>	<b>34,510</b>	<b>43,042</b>
이익률(%)	5.5	1.9	4.6	2.5	3.1	2.8	(0.4)	3.5	4.4	4.7	5.5

자료: 카카오, 하나금융투자

추정 재무제표

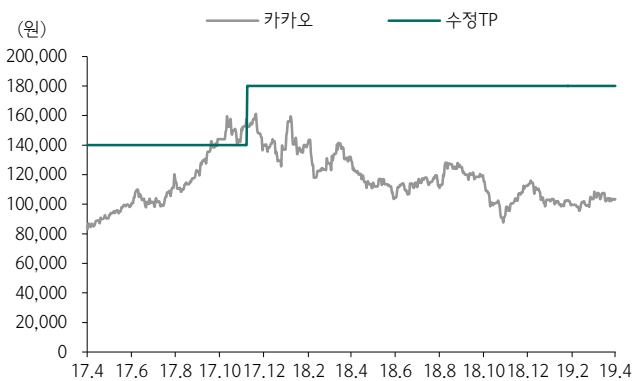
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,972.3</b>	<b>2,417.0</b>	<b>2,875.2</b>	<b>3,402.5</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출중이익	1,464.2	1,972.3	2,417.0	2,875.2	3,402.5
판관비	1,348.1	1,806.9	2,344.0	2,741.7	3,105.9
<b>영업이익</b>	<b>116.1</b>	<b>165.4</b>	<b>72.9</b>	<b>133.5</b>	<b>296.6</b>
금융손익	0.7	33.2	62.3	41.5	41.5
중속/관계기업손익	(10.4)	9.0	6.7	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.1)	(54.3)	(11.2)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>100.3</b>	<b>153.3</b>	<b>130.7</b>	<b>175.0</b>	<b>338.1</b>
법인세	34.8	28.2	114.8	42.0	81.4
계속사업이익	65.5	125.1	15.9	133.0	256.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>65.5</b>	<b>125.1</b>	<b>15.9</b>	<b>133.0</b>	<b>256.6</b>
비지배주주지분 순이익	7.8	16.5	(32.0)	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>57.7</b>	<b>108.6</b>	<b>47.9</b>	<b>133.0</b>	<b>256.6</b>
지배주주지분포괄이익	57.8	102.7	59.3	133.0	256.6
NOPAT	75.8	135.0	8.9	101.5	225.1
EBITDA	229.9	295.2	208.0	263.1	404.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	57.1	34.7	22.5	19.0	18.3
NOPAT증가율	19.0	78.1	(93.4)	1,040.4	121.8
EBITDA증가율	40.2	28.4	(29.5)	26.5	53.7
영업이익증가율	31.0	42.5	(55.9)	83.1	122.2
(지배주주)순이익증가율	(23.8)	88.2	(55.9)	177.7	92.9
EPS증가율	(31.1)	83.3	(61.7)	160.2	93.0
<b>수익성(%)</b>					
매출중이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	15.7	15.0	8.6	9.2	11.9
영업이익률	7.9	8.4	3.0	4.6	8.7
계속사업이익률	4.5	6.3	0.7	4.6	7.5
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	874	1,602	613	1,595	3,078
BPS	50,777	59,344	61,614	63,089	66,046
CFPS	3,339	4,215	2,099	3,653	5,346
EBITDAPS	3,482	4,355	2,663	3,155	4,848
SPS	22,178	29,101	30,944	34,480	40,803
DPS	148	148	127	127	127
<b>주가지표(배)</b>					
PER	88.1	85.5	168.0	64.9	33.6
PBR	1.5	2.3	1.7	1.6	1.6
PCFR	23.1	32.5	49.1	28.3	19.4
EV/EBITDA	24.3	29.9	35.4	24.4	14.5
PSR	3.5	4.7	3.3	3.0	2.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.9	2.9	1.0	2.6	4.8
ROA	1.3	1.8	0.7	1.6	3.0
ROIC	2.6	3.7	0.3	3.3	8.3
부채비율	48.1	42.3	41.4	42.6	46.2
순부채비율	3.3	(20.2)	(30.4)	(47.0)	(54.0)
이자보상배율(배)	8.1	14.7	7.8	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>1,217.0</b>	<b>1,993.1</b>	<b>2,859.0</b>	<b>3,612.7</b>	<b>4,187.1</b>
금융자산	886.6	1,699.0	2,380.1	3,365.8	3,895.2
현금성자산	641.6	1,116.8	1,247.0	2,156.2	2,463.9
매출채권 등	252.9	179.2	193.7	206.7	244.7
재고자산	12.6	21.6	35.8	38.3	45.3
기타유동자산	64.9	93.3	249.4	1.9	1.9
<b>비유동자산</b>	<b>4,267.2</b>	<b>4,356.3</b>	<b>5,100.6</b>	<b>4,564.8</b>	<b>4,538.1</b>
투자자산	255.5	372.6	848.4	442.2	523.2
금융자산	138.5	210.6	109.0	116.4	137.7
유형자산	253.9	271.0	314.8	252.9	206.2
무형자산	<b>3,733.2</b>	<b>3,689.6</b>	<b>3,865.3</b>	<b>3,797.6</b>	<b>3,736.5</b>
기타비유동자산	<b>24.6</b>	<b>23.1</b>	<b>72.1</b>	<b>72.1</b>	<b>72.2</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,484.1</b>	<b>6,349.4</b>	<b>7,959.5</b>	<b>8,177.4</b>	<b>8,725.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>806.0</b>	<b>1,040.9</b>	<b>2,039.2</b>	<b>2,131.0</b>	<b>2,397.3</b>
금융부채	211.3	176.6	623.4	624.4	627.4
매입채무 등	323.2	425.1	766.7	818.5	968.6
기타유동부채	271.5	439.2	649.1	688.1	801.3
<b>비유동부채</b>	<b>975.2</b>	<b>845.6</b>	<b>293.2</b>	<b>309.9</b>	<b>358.5</b>
금융부채	<b>795.9</b>	<b>620.8</b>	<b>45.0</b>	<b>45.0</b>	<b>45.0</b>
기타비유동부채	179.3	224.8	248.2	264.9	313.5
<b>부채총계</b>	<b>1,781.2</b>	<b>1,886.5</b>	<b>2,332.4</b>	<b>2,441.0</b>	<b>2,755.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,432.5</b>	<b>4,029.1</b>	<b>5,136.9</b>	<b>5,259.9</b>	<b>5,506.5</b>
자본금	<b>33.9</b>	<b>34.0</b>	<b>41.7</b>	<b>41.7</b>	<b>41.7</b>
자본잉여금	3,105.0	3,603.6	4,647.5	4,647.5	4,647.5
자본조정	(11.2)	(6.0)	1.5	1.5	1.5
기타포괄이익누계액	0.9	(5.0)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
이익잉여금	304.0	402.5	453.4	576.4	823.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>270.4</b>	<b>433.8</b>	<b>490.3</b>	<b>476.6</b>	<b>462.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,702.9</b>	<b>4,462.9</b>	<b>5,627.2</b>	<b>5,736.5</b>	<b>5,969.4</b>
순금융부채	120.6	(901.6)	(1,711.7)	(2,696.4)	(3,222.8)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>317.3</b>	<b>371.9</b>	<b>491.5</b>	<b>602.2</b>	<b>631.3</b>
당기순이익	65.5	125.1	15.9	133.0	256.6
조정	136.4	198.4	146.3	129.6	107.8
감가상각비	113.8	129.8	135.0	129.6	107.7
외환거래손익	(4.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	(13.4)	(6.4)	0.0	0.0
기타	26.3	82.0	17.7	0.0	0.1
영업활동 변동	115.4	48.4	329.3	339.6	266.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,000.0)</b>	<b>(354.7)</b>	<b>(1,260.7)</b>	<b>316.0</b>	<b>(316.6)</b>
투자자산감소(증가)	(110.3)	(73.1)	(418.0)	406.2	(81.1)
유형자산감소(증가)	(80.4)	(72.2)	(85.3)	0.0	0.0
기타	(809.3)	(209.4)	(757.4)	(90.2)	(235.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>923.8</b>	<b>467.6</b>	<b>890.5</b>	<b>(9.0)</b>	<b>(7.0)</b>
금융부채증가(감소)	776.9	(209.8)	(129.0)	1.0	3.0
자본증가(감소)	834.6	498.7	1,051.7	0.0	0.0
기타재무활동	(676.4)	194.7	(20.2)	0.1	0.1
배당지급	(11.3)	(16.0)	(12.0)	(10.1)	(10.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>244.5</b>	<b>475.1</b>	<b>130.2</b>	<b>909.2</b>	<b>307.6</b>
Unlevered CFO	220.5	285.7	163.9	304.6	445.8
Free Cash Flow	236.3	296.8	394.3	602.2	631.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

카카오



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.10	BUY	180,000		
17.4.6	BUY	140,000	-18.41%	13.93%
16.8.8	BUY	210,000	-61.26%	-55.76%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 4월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 04월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.