

카카오 (035720)

인터넷



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

| 투자의견 | BUY (M) |
|-------------|--------------|
| 목표주가 | 180,000원 (M) |
| 현재주가 (6/24) | 126,000원 |
| 상승여력 | 43% |

| | |
|-------------|----------------------|
| 시기총액 | 105,137억원 |
| 총발행주식수 | 83,442,373주 |
| 60일 평균 거래대금 | 748억원 |
| 60일 평균 거래량 | 611,283주 |
| 52주 고 | 134,000원 |
| 52주 저 | 87,600원 |
| 외인지분율 | 25.01% |
| 주요주주 | 김범수 외 19 인 28.98% |
| 주가수익률(%) | 1개월 3개월 12개월 |
| 절대 | 1.6 21.2 10.5 |
| 상대 | (2.3) 24.6 22.5 |
| 절대(달력환산) | 3.7 17.6 5.2 |

Quarterly earning Forecasts

| | 2Q19E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|----------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 7,426 | 26.1 | 5.1 | 7,348 | 1.1 |
| 영업이익 | 404 | 46.4 | 46.1 | 344 | 17.4 |
| 세전계속사업이익 | 502 | -11.9 | 24.0 | 501 | 0.2 |
| 지배순이익 | 422 | 129.7 | 53.3 | 331 | 27.3 |
| 영업이익률 (%) | 5.4 | +0.7 %pt | +1.5 %pt | 4.7 | +0.7 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 5.7 | +2.6 %pt | +1.8 %pt | 4.5 | +1.2 %pt |

자료: 유안타증권

잠재력의 현실화

메신저 광고 고성장은 전세계적인 추세

2018년 국내 전체 광고시장 성장률은 3.5%, 디지털 광고시장 성장은 14.4%, 동영상광고시장 성장률은 40.6%, 카카오톡 광고 성장률은 52.0%. 카카오톡을 통한 쇼핑, 결제, 송금, 주문/예약, 웹툰, 음악, 투자, 모빌리티 등 모바일 시대의 관문(portal)역할이 강화되면서, 국내 모바일 App 중 최대사용자, 유튜브 다음의 최다사용시간을 차지하는 App이 되어, 노출시간에 비례하는 광고매출이 급증하고 있음

이러한 메신저의 기능확대를 통한 광고매출 고성장 현상은 중국의 위챗(55%), 일본 등의 LINE(29%) 등 유사하게 나타나고 있는 상황임. 카카오톡 메신저 광고의 장점은 2018년 3월부터 도입한 프로그래매틱 광고 카카오모먼트를 통해 카카오톡 사용자별로 차별화된 광고를 노출/발송하여 광고효율성을 극대화, 광고단가 상승효과를 나타나고 있다는 판단임. 또한, 기존 무차별 노출되는 광고와 달리 카카오톡 친구추가, 전달/공유 기능으로 동의된 광고와 신뢰할 수 있는 광고가 끊임없이 확대/재생산된다는 점이 카카오톡(메신저) 광고의 경쟁력이라는 판단임

쿠팡광고 시작으로 톡비즈 광고 전망은 굿!

최근 출시된 채팅탭 광고 '톡비즈'는 인터넷쇼핑 최대 광고주인 '쿠팡' 광고가 시작되며, 성공할 수 있을지에 대한 시장우려를 불식시키고 있음. 쿠팡은 2018년 광고선전비 1,550억원 집행, 인터넷 쇼핑몰 중 가장 공격적인 광고주이어서, 향후 '톡비즈' 매출 성장에 긍정적이라는 전망임. 또한, '톡비즈' 광고는 실시간으로 클릭율(수), 구매전환율 등의 광고효율성 지표가 실시간으로 광고주(대행사)에게 전송되는 프로그래매틱 광고시스템을 도입하고 있어, 광고효율성 증가 시 디지털 광고의 쿨립 현상이 발생하며 디지털 광고 시장 내 점유율을 확대할 수 있을 것으로 기대됨

실적증가 + 자회사 가치증가

카카오는 2019년 하반기 카카오톡 광고+커머스 매출 증가, 금융권 오픈뱅킹 도입에 따른 카카오페이지 수수료 인하, 카카오페이지 고성장, 모빌리티 실적개선 등 매출 고성장, 비용감소에 따른 높은 실적 개선이 예상됨. 또한, 카카오뱅크 1분기 말 수신액 15조원(YoY 109% 성장), 66억원 흑자전환 등 거의 전 사업부문의 실적개선 및 재평가(Revaluation)가 기대됨

| Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) | | (억원, 원, %, 배) | | | |
|--------------------------------------|--------|---------------|--------|--------|--|
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | |
| 매출액 | 19,723 | 24,170 | 30,931 | 37,014 | |
| 영업이익 | 1,654 | 729 | 1,953 | 4,236 | |
| 지배순이익 | 1,086 | 479 | 1,850 | 3,866 | |
| PER | 68.7 | 192.9 | 57.9 | 27.7 | |
| PBR | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 1.8 | |
| EV/EBITDA | 23.7 | 37.9 | 26.7 | 15.1 | |
| ROE | 2.9 | 1.0 | 3.5 | 7.0 | |

자료: 유안타증권

카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 총매출 | 5,554 | 5,889 | 5,993 | 6,733 | 7,063 | 7,426 | 7,804 | 8,638 | 19,723 | 24,170 | 30,931 | 37,014 |
| YoY | 25% | 26% | 16% | 24% | 27% | 19% | 21% | 15% | 35% | 23% | 18% | 44% |
| 플랫폼부문 | 2,323 | 2,511 | 2,530 | 3,030 | 3,131 | 3,407 | 3,626 | 4,118 | 8,247 | 10,393 | 14,282 | 18,204 |
| 톡비즈 | 885 | 976 | 1,071 | 1,279 | 1,269 | 1,395 | 1,681 | 1,961 | 2,581 | 4,211 | 6,306 | 8,815 |
| YoY | 79% | 74% | 52% | 56% | 43% | 43% | 57% | 53% | | 63% | 50% | 40% |
| 포털비즈 | 1,217 | 1,284 | 1,155 | 1,298 | 1,264 | 1,320 | 1,161 | 1,254 | 5,029 | 4,954 | 5,000 | 4,930 |
| 신사업 | 220 | 251 | 303 | 453 | 598 | 692 | 784 | 902 | 637 | 1,227 | 2,976 | 4,459 |
| YoY | 74% | 49% | 101% | 138% | 172% | 176% | 159% | 99% | | 93% | 142% | 50% |
| 콘텐츠부문 | 3,231 | 3,379 | 3,463 | 3,704 | 3,932 | 4,019 | 4,178 | 4,521 | 11,476 | 13,777 | 16,649 | 18,810 |
| 게임 콘텐츠 | 1,056 | 1,116 | 994 | 1,003 | 940 | 910 | 966 | 1,102 | 3,420 | 4,170 | 3,919 | 4,271 |
| 뮤직 콘텐츠 | 1,263 | 1,305 | 1,360 | 1,401 | 1,372 | 1,396 | 1,417 | 1,471 | 4,785 | 5,329 | 5,657 | 5,827 |
| 유료 콘텐츠 | 438 | 508 | 605 | 633 | 746 | 810 | 875 | 950 | 1,269 | 2,184 | 3,381 | 4,399 |
| YoY | 77% | 75% | 69% | 69% | 71% | 59% | 45% | 50% | | 72% | 55% | 30% |
| IP 비즈니스 기타 | 475 | 449 | 504 | 666 | 873 | 903 | 920 | 998 | 2,001 | 2,095 | 3,693 | 4,313 |
| 영업비용 | 5,450 | 5,613 | 5,686 | 6,691 | 6,786 | 7,021 | 7,264 | 7,907 | 18,069 | 23,440 | 28,978 | 32,778 |
| 인건비 | 1,273 | 1,259 | 1,303 | 1,583 | 1,601 | 1,675 | 1,686 | 1,897 | 4,203 | 5,419 | 6,860 | 7,756 |
| 매출연동비 | 2,507 | 2,608 | 2,611 | 3,069 | 3,306 | 3,430 | 3,593 | 3,944 | 8,437 | 10,795 | 14,273 | 16,482 |
| 외주/인프라 | 681 | 737 | 847 | 878 | 899 | 922 | 941 | 978 | 2,276 | 3,144 | 3,741 | 4,205 |
| 마케팅비 | 483 | 461 | 372 | 557 | 329 | 332 | 362 | 397 | 1,182 | 1,873 | 1,420 | 1,615 |
| 상각비 | 314 | 339 | 345 | 382 | 501 | 512 | 526 | 526 | 1,310 | 1,381 | 2,065 | 2,091 |
| 기타 | 192 | 209 | 207 | 221 | 149 | 150 | 155 | 165 | 662 | 829 | 619 | 630 |
| 영업이익 | 104 | 276 | 307 | 43 | 277 | 404 | 541 | 732 | 1,654 | 729 | 1,953 | 4,236 |
| 영업이익률(%) | 2% | 5% | 5% | 1% | 4% | 6% | 7% | 9% | 8% | 3% | 7% | 10% |
| YoY | -73% | -38% | -35% | -88% | 166% | 46% | 76% | 1604% | 42% | -56% | 168% | 117% |

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 채팅탭 광고 '톡비즈' 내에 실린 쿠팡 광고

채팅

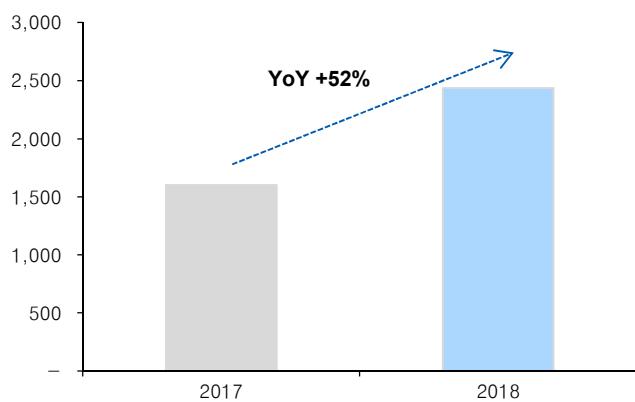
Q ⌂ ⌂



자료: 카카오톡, 유안타증권 리서치센터

카카오톡 광고

(단위: 억 원)



자료: 카카오, 유안타증권

유료콘텐츠(카카오페이지+다음웹툰+픽코마)

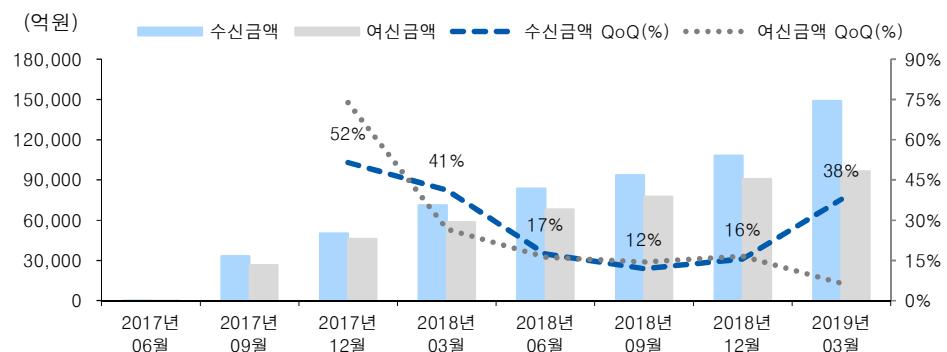
(단위: 억 원)



자료: 카카오, 유안타증권

카카오뱅크 수신, 여신금액 추이

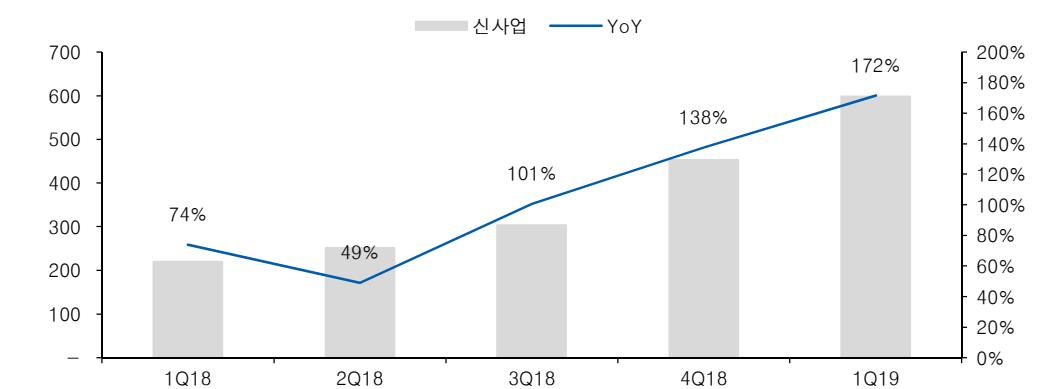
(단위: 억원, %)



자료: 카카오뱅크, 유안타증권

카카오 신사업(모빌리티, 페이, 기타연결자회사)

(단위: 억원, %)



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | | | | |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| | (단위: 억원) | | | | |
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 19,723 | 24,170 | 30,931 | 37,014 | 41,856 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 19,723 | 24,170 | 30,931 | 37,014 | 41,856 |
| 판관비 | 18,069 | 23,440 | 28,978 | 32,778 | 36,002 |
| 영업이익 | 1,654 | 729 | 1,953 | 4,236 | 5,853 |
| EBITDA | 2,952 | 2,080 | 3,348 | 5,505 | 6,935 |
| 영업외손익 | -121 | 577 | 323 | 579 | 912 |
| 외환관련손익 | -134 | 224 | -4 | -6 | -10 |
| 이자손익 | 33 | 324 | 364 | 465 | 612 |
| 관계기업관련손익 | 90 | 67 | 228 | 366 | 492 |
| 기타 | -110 | -38 | -266 | -246 | -181 |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,533 | 1,307 | 2,276 | 4,815 | 6,766 |
| 법인세비용 | 282 | 1,148 | 722 | 1,300 | 1,827 |
| 계속사업순손익 | 1,251 | 159 | 1,553 | 3,515 | 4,939 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,251 | 159 | 1,553 | 3,515 | 4,939 |
| 지배지분순이익 | 1,086 | 479 | 1,850 | 3,866 | 4,939 |
| 포괄순이익 | 1,191 | 242 | 1,675 | 3,598 | 5,024 |
| 지배지분포괄이익 | 1,027 | 593 | 1,066 | 3,059 | 4,521 |

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

| 재무상태표 | | | | | |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | (단위: 억원) | | | | |
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 유동자산 | 19,931 | 28,590 | 32,350 | 38,617 | 46,787 |
| 현금및현금성자산 | 11,168 | 12,470 | 16,634 | 21,845 | 28,824 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,792 | 1,937 | 2,335 | 2,313 | 2,325 |
| 재고자산 | 216 | 358 | 461 | 552 | 624 |
| 비유동자산 | 43,563 | 51,006 | 46,836 | 46,348 | 45,973 |
| 유형자산 | 2,710 | 3,148 | 3,217 | 2,742 | 2,337 |
| 관계기업등 지분관련자산 | 1,619 | 3,052 | 4,187 | 4,737 | 5,433 |
| 기타투자자산 | 2,106 | 5,432 | 771 | 794 | 663 |
| 자산총계 | 63,494 | 79,595 | 79,186 | 84,966 | 92,760 |
| 유동부채 | 10,409 | 20,392 | 17,498 | 19,196 | 21,531 |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,251 | 7,667 | 6,006 | 6,871 | 8,512 |
| 단기차입금 | 3 | 291 | 291 | 291 | 291 |
| 유동성장기부채 | 1,698 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| 비유동부채 | 8,456 | 2,932 | 3,083 | 3,441 | 4,053 |
| 장기차입금 | 0 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 사채 | 6,208 | 399 | 399 | 399 | 399 |
| 부채총계 | 18,865 | 23,324 | 20,581 | 22,637 | 25,584 |
| 지배지분 | 40,291 | 51,369 | 53,276 | 57,001 | 61,848 |
| 자본금 | 340 | 417 | 418 | 418 | 418 |
| 자본잉여금 | 36,036 | 46,475 | 46,475 | 46,475 | 46,475 |
| 이익잉여금 | 4,025 | 4,534 | 6,283 | 10,049 | 14,887 |
| 비지배지분 | 4,338 | 4,903 | 5,328 | 5,328 | 5,328 |
| 자본총계 | 44,629 | 56,272 | 58,604 | 62,329 | 67,176 |
| 순차입금 | -9,081 | -17,270 | -21,199 | -27,514 | -35,709 |
| 총차입금 | 7,909 | 6,530 | 6,530 | 6,530 | 6,530 |

| 현금흐름표 | | | | | |
|-----------------|----------|---------|--------|--------|--------|
| | (단위: 억원) | | | | |
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 영업활동 현금흐름 | 3,719 | 4,915 | 2,997 | 6,785 | 7,886 |
| 당기순이익 | 0 | 0 | 1,553 | 3,515 | 4,939 |
| 감가상각비 | 607 | 677 | 731 | 702 | 567 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 4 | 6 | 10 |
| 증속,관계기업관련손익 | -134 | -64 | -224 | -366 | -492 |
| 자산부채의 증감 | 484 | 3,293 | -219 | 1,874 | 1,859 |
| 기타현금흐름 | 2,762 | 1,009 | 1,152 | 1,054 | 1,003 |
| 투자활동 현금흐름 | -3,547 | -12,607 | -3,401 | -3,447 | -3,510 |
| 투자자산 | -1,107 | -4,342 | -911 | -189 | -208 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -752 | -972 | -800 | -727 | -661 |
| 유형자산 감소 | 29 | 119 | 0 | 500 | 500 |
| 기타현금흐름 | -1,718 | -7,413 | -1,690 | -3,030 | -3,141 |
| 재무활동 현금흐름 | 4,676 | 8,905 | -1,643 | -1,679 | -1,710 |
| 단기차입금 | -2,016 | -1,394 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 및 장기차입금 | -4 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| 자본 | 0 | 10,509 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -160 | -120 | -120 | -157 | -188 |
| 기타현금흐름 | 6,856 | -122 | -1,522 | -1,522 | -1,522 |
| 연결범위변동 등 기타 | -97 | 90 | 6,211 | 3,551 | 4,313 |
| 현금의 증감 | 4,751 | 1,302 | 4,164 | 5,211 | 6,979 |
| 기초 현금 | 6,416 | 11,168 | 12,470 | 16,634 | 21,845 |
| 기말 현금 | 11,168 | 12,470 | 16,634 | 21,845 | 28,824 |
| NOPLAT | 1,654 | 729 | 1,953 | 4,236 | 5,853 |
| FCF | 2,380 | 3,760 | 1,709 | 5,508 | 6,553 |

자료: 유안타증권

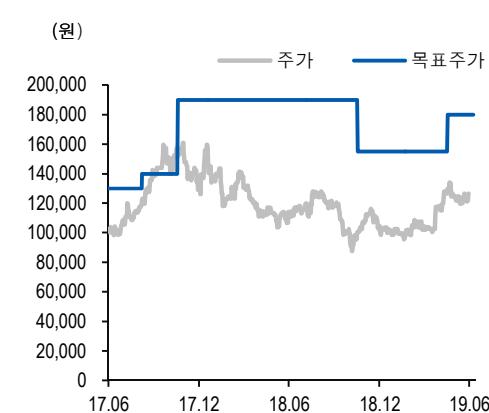
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 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) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| EPS | 1,602 | 613 | 2,218 | 4,636 | 5,922 |
| BPS | 59,336 | 64,897 | 67,295 | 72,000 | 78,122 |
| EBITDAPS | 4,355 | 2,663 | 4,014 | 6,601 | 8,316 |
| SPS | 29,101 | 30,944 | 37,087 | 44,381 | 50,186 |
| DPS | 148 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| PER | 68.7 | 192.9 | 57.9 | 27.7 | 21.7 |
| PBR | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 23.7 | 37.9 | 26.7 | 15.1 | 10.8 |
| PSR | 3.8 | 3.8 | 3.5 | 2.9 | 2.6 |
| 재무비율 | | | | | |
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 증가율 (%) | 34.7 | 22.5 | 28.0 | 19.7 | 13.1 |
| 영업이익 증가율 (%) | 42.4 | -55.9 | 167.7 | 116.9 | 38.2 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 88.3 | -55.9 | 286.3 | 109.0 | 27.7 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률 (%) | 8.4 | 3.0 | 6.3 | 11.4 | 14.0 |
| 지배순이익률 (%) | 5.5 | 2.0 | 6.0 | 10.4 | 11.8 |
| EBITDA 마진 (%) | 15.0 | 8.6 | 10.8 | 14.9 | 16.6 |
| ROIC | 3.8 | 0.3 | 4.0 | 9.3 | 14.2 |
| ROA | 1.8 | 0.7 | 2.3 | 4.7 | 5.6 |
| ROE | 2.9 | 1.0 | 3.5 | 7.0 | 8.3 |
| 부채비율 (%) | 42.3 | 41.4 | 35.1 | 36.3 | 38.1 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -22.5 | -33.6 | -39.8 | -48.3 | -57.7 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 14.7 | 7.8 | 16.0 | 31.6 | 43.7 |

카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 대비 | 과리율 | |
|------------|-------|---------|--------------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2019-06-25 | BUY | 180,000 | 1년 | | |
| 2019-05-10 | BUY | 180,000 | 1년 | | |
| 2018-11-09 | BUY | 155,000 | 1년 | -31.49 | -17.10 |
| 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 |

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) | 0.6 |
| Buy(매수) | 87.3 |
| Hold(중립) | 12.2 |
| Sell(비중축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2019-06-22

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

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