



## BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(8/8): 127,000원

시가총액: 106,025억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/8)		1,920.61pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	136,000원	87,600원
등락률	-6.6%	45.0%
수익률	절대	상대
1M	-0.8%	6.6%
6M	29.3%	46.6%
1Y	1.2%	21.4%

## Company Data

발행주식수	83,484천주
일평균 거래량(3M)	581천주
외국인 지분율	26.4%
배당수익률(19E)	0.10%
BPS(19E)	63,600원
주요 주주	김범수 외 21인
	29.0%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	19,723	24,170	30,832	38,313
영업이익	1,654	729	1,991	4,457
EBITDA	1,654	2,080	3,417	5,829
세전이익	2,952	1,307	2,670	5,235
순이익	1,533	159	2,002	3,927
지배주주지분순이익	1,251	479	1,802	3,534
EPS(원)	1,086	613	2,159	4,228
증감률(% YoY)	1,601	-61.7	252.1	95.9
PER(배)	83.3	168.0	58.8	30.0
PBR(배)	85.6	1.67	2.00	1.87
EV/EBITDA(배)	2.3	35.4	26.0	14.8
영업이익률(%)	33.7	3.0	6.5	11.6
ROE(%)	8.4	1.0	3.4	6.4
순차입금비율(%)	8.4	-30.4	-38.4	-40.5

## Price Trend



## 실적리뷰

## 카카오 (035720)

## 본격적인 성장의 시간이 도래



카카오의 2Q실적은 매출액 7,330억원(QoQ, +3.8%), 영업이익 405억원(QoQ, +46.3%)을 기록하며 기대치를 상회하였습니다. 광고 성수기와 커머스의 성장 지속, 안정적인 콘텐츠 성장으로 긍정적 실적을 달성하였습니다. 하반기는 비즈보드의 OBT와 신사업에서의 성장을 발판으로 기대했던 성장을 달성할 것으로 전망됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q Review: 긍정적인 콘텐츠와 비즈보드의 Test 성과

카카오의 2Q실적은 매출액 7,330억원(QoQ, +3.8%), 영업이익 405억원(QoQ, +46.3%)을 기록하며 당사 추정치를 상회하였다. 매출에서는 성수기 진입에 따라 광고가 성과를 나타내었으며 Test 중인 비즈보드는 일 2~3억원의 매출을 일으키며 특비즈 성장에 기여를 하였다. 비용적인 측면에서는 연결 자회사 제외에 따른 인건비, 외주/인프라비용 감소가 나타나면서 기대보다 높은 영업이익을 달성하였다.

## &gt;&gt;&gt; 높은 수준의 비즈보드 테스트 결과, 하반기 성장세 유호

시범 도입된 카카오톡 비즈보드를 통한 성과는 Test기간에도 일 2~3억원의 수익을 달성하였다. 3Q Open Beta가 시작되면 본격적인 수익창출이 나타날 것이고 이에 따른 일매출 규모도 증가할 것이다. 아직까지 기간 및 노출 등을 제어하고 있기 때문에 매출의 증가세는 가파를 것으로 전망되며 이에 따라 올해 특비즈의 매출은 3,000억원을 넘어서는 성과를 나타낼 것으로 전망된다. 페이와 모빌리티 등의 신사업의 성과와 더불어 콘텐츠의 안정적 성장이 지속될 것으로 전망됨에 따라 올해 3조원의 매출을 달성할 수 있을 것으로 기대되며 내년에도 올해와 비슷한 성장을 보일 것으로 전망된다. 특히 비즈보드가 온기 반영됨에 따라 2020년에는 특비즈를 포함한 플랫폼의 성과가 콘텐츠의 성과를 넘어설 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 우려보다 선방한 콘텐츠, 고른 성장세가 이어져

2Q실적에서 콘텐츠의 성과는 예상보다 좋은 성과를 보여주었다. 게임부문은 견조한 모습을 보였으며 유료부문은 카카오페이지의 성장이 둔화되었지만 픽코마가 QoQ 29%성장하며 성장세를 유지하였다. 특히 뮤직부문은 역대 최고 실적을 기록하며 SKT할인의 종료에 따른 우려를 불식시켰다. 하반기에도 프로필 개선에 따른 동영상, 음악, 멜론의 시너지 효과로 성장세를 지속할 것으로 전망된다. 게임부문도 테라M과 달빛조각사 등으로 안정적 성과를 유지할 것으로 보이며 웹툰은 픽코마의 성장세가 지속될 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

## 카카오 실적 Table (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	5,554	5,889	5,993	6,731	7,063	7,330	7,777	8,661	24,167	30,832	38,313
특비즈	885	976	1,071	1,279	1,269	1,389	1,595	1,963	4,211	6,217	9,940
포털비즈	1,217	1,284	1,155	1,298	1,264	1,369	1,308	1,406	4,954	5,347	5,588
신사업	220	251	303	453	598	510	612	764	1,227	2,484	4,356
콘텐츠	3,231	3,379	3,463	3,704	3,932	4,062	4,262	4,528	13,777	16,784	18,428
게임 콘텐츠	1,056	1,116	994	1,003	940	984	1,033	1,085	4,170	4,043	3,818
뮤직 콘텐츠	1,263	1,305	1,360	1,401	1,372	1,446	1,465	1,509	5,329	5,793	6,095
유료 콘텐츠	438	508	605	633	746	815	901	937	2,184	3,399	4,323
IP비지니스/기타	475	449	504	666	873	817	863	997	2,095	3,550	4,192
영업비용	5,450	5,613	5,686	6,691	6,786	6,926	7,219	7,911	23,439	28,841	33,856
인건비	1,273	1,259	1,303	1,583	1,601	1,590	1,618	1,768	5,419	6,578	6,893
상각비	314	339	345	382	501	534	556	559	1,381	2,150	2,360
매출연동비	2,507	2,608	2,611	3,069	3,306	3,419	3,671	4,093	10,795	14,489	18,560
외주/인프라	681	737	847	878	899	844	885	912	3,144	3,541	3,824
기타	192	209	207	221	149	139	151	176	829	615	765
영업이익	104	276	307	40	277	405	558	750	728	1,991	4,457
영업이익률	1.9%	4.7%	5.1%	0.6%	3.9%	5.5%	7.2%	8.7%	3.0%	6.5%	11.6%

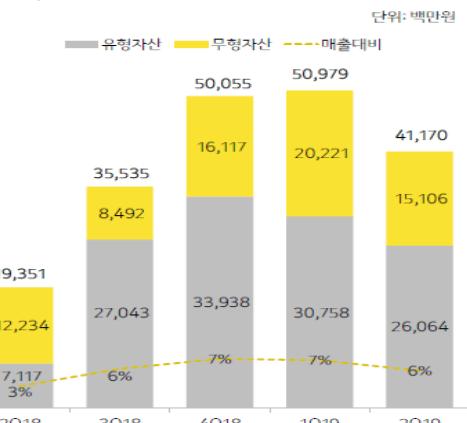
자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

## 카카오페이지의 적자 폭 축소를 위한 신규상품 확대 지속



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

## 카카오 CapEx



자료: 카카오 키움증권 리서치센터

## 2Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	7,330	3.8	7,409	-1.1	7,350	-0.3
영업이익	405	46.3	338	19.8	344	17.7
당기순이익	310	76.5	322	-3.7	347	-10.7

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	19,723	24,170	30,832	38,313	46,712
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	19,723	24,170	30,832	38,313	46,712
판관비	18,069	23,440	28,841	33,856	39,315
영업이익	1,654	729	1,991	4,457	7,397
EBITDA	2,952	2,080	3,417	5,829	8,735
영업외손익	-121	577	679	778	916
이자수익	146	418	510	560	647
이자비용	112	94	94	94	94
외환관련이익	39	343	0	0	0
외환관련순실	173	119	0	0	0
증속 및 관계기업손익	90	67	317	367	417
기타	-111	-38	-54	-55	-54
법인세차감전이익	1,533	1,307	2,670	5,235	8,313
법인세비용	282	1,148	667	1,309	2,078
계속사업순손이익	1,251	159	2,002	3,927	6,235
당기순이익	1,251	159	2,002	3,927	6,235
지배주주순이익	1,086	479	1,802	3,534	5,611
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.7	22.5	27.6	24.3	21.9
영업이익 증감율	42.4	-55.9	173.1	123.9	66.0
EBITDA 증감율	28.4	-29.5	64.3	70.6	49.9
지배주주순이익 증감율	88.3	-55.9	276.2	96.1	58.8
EPS 증감율	83.4	-61.7	252.1	95.9	58.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.4	3.0	6.5	11.6	15.8
EBITDA Margin(%)	15.0	8.6	11.1	15.2	18.7
지배주주순이익률(%)	5.5	2.0	5.8	9.2	12.0

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,931	28,590	34,525	37,953	43,684
현금 및 현금성자산	11,168	12,470	16,610	18,167	21,788
단기금융자산	5,822	11,330	12,463	13,710	15,081
매출채권 및 기타채권	1,792	1,937	2,251	2,490	2,803
재고자산	216	358	457	568	693
기타유동자산	6,755	13,825	15,207	16,728	18,400
비유동자산	43,563	51,006	47,506	48,465	49,460
투자자산	3,726	8,484	5,625	7,108	8,591
유형자산	2,710	3,148	3,202	3,302	3,376
무형자산	36,896	38,653	37,958	37,333	36,772
기타비유동자산	231	721	721	722	721
자산총계	63,494	79,595	82,031	86,418	93,144
유동부채	10,409	20,392	20,842	21,320	21,828
매입채무 및 기타채무	4,251	7,667	8,117	8,595	9,103
단기금융부채	1,766	6,234	6,234	6,234	6,234
기타유동부채	4,392	6,491	6,491	6,491	6,491
비유동부채	8,456	2,932	2,932	2,932	2,932
장기금융부채	6,208	450	450	450	450
기타비유동부채	2,248	2,482	2,482	2,482	2,482
부채총계	18,865	23,324	23,773	24,251	24,760
자자지분	40,291	51,369	53,154	56,671	62,264
자본금	340	417	418	418	418
자본잉여금	36,036	46,475	46,475	46,475	46,475
기타자본	-60	15	15	15	15
기타포괄손익누계액	-50	-73	10	93	177
이익잉여금	4,025	4,534	6,235	9,668	15,179
비지배지분	4,338	4,903	5,103	5,496	6,119
자본총계	44,629	56,272	58,257	62,167	68,384

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	3,719	4,915	3,892	5,778	7,919
당기순이익	0	0	2,002	3,927	6,235
비현금항목의 가감	1,606	1,480	1,043	1,530	2,128
유형자산감가상각비	607	677	731	747	776
무형자산감가상각비	691	674	695	625	562
지분법평가손익	-491	-842	-829	-879	-929
기타	799	971	446	1,037	1,719
영업활동자산부채증감	484	3,293	-213	-147	-230
매출채권및기타채권의감소	-20	-15	-314	-240	-312
재고자산의감소	5	-90	-99	-111	-125
매입채무및기타채무의증가	34	1,544	450	478	508
기타	465	1,854	-250	-274	-301
기타현금흐름	1,629	142	1,060	468	-214
투자활동 현금흐름	-3,547	-12,607	156	-4,311	-4,389
유형자산의 취득	-752	-972	-785	-847	-850
유형자산의 처분	29	119	0	0	0
무형자산의 순취득	-278	-454	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-1,080	-4,692	3,175	-1,116	-1,066
단기금융자산의감소(증가)	-3,373	-5,508	-1,133	-1,246	-1,371
기타	1,907	-1,100	-1,101	-1,102	-1,102
재무활동 현금흐름	4,676	8,905	-219	-221	-221
차입금의 증가(감소)	-2,020	-1,361	0	0	0
자본금자본잉여금의증가(감소)	0	10,509	1	0	0
자기주식처분(취득)	0	-2	0	0	0
배당금지급	-160	-120	-101	-101	-101
기타	6,856	-121	-119	-120	-120
기타현금흐름	-97	90	311	311	311.06
현금 및 현금성자산의 순증가	4,751	1,302	4,140	1,557	3,621
기초현금 및 현금성자산	6,416	11,168	12,470	16,610	18,167
기말현금 및 현금성자산	11,168	12,470	16,610	18,167	21,788

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,602	613	2,159	4,228	6,714
BPS	59,332	61,602	63,600	67,808	74,501
CFPS	4,215	2,099	3,647	6,529	10,006
DPS	148	127	127	127	127
주가배수(배)					
PER	85.5	168.0	58.8	30.0	18.9
PER(최고)	104.9	265.1	63.9		
PER(최저)	47.5	140.3	43.2		
PBR	2.31	1.67	2.00	1.87	1.70
PBR(최고)	2.83	2.64	2.17		
PBR(최저)	1.28	1.40	1.47		
PSR	4.71	3.33	3.44	2.77	2.27
PCFR	32.5	49.1	34.8	19.5	12.7
EV/EBITDA	29.9	35.4	26.0	14.8	9.4
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	8.0	63.3	5.0	2.6	1.6
배당수익률(%),보통주,현금	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	2.1	0.2	2.5	4.7	6.9
ROE	2.9	1.0	3.4	6.4	9.4
ROIC	3.8	-0.6	4.6	10.5	17.5
매출채권회전율	9.1	13.0	14.7	16.2	17.7
재고자산회전율	115.6	84.2	75.6	74.7	74.1
부채비율	42.3	41.4	40.8	39.0	36.2
순차입금비율	-20.2	-30.4	-38.4	-40.5	-44.1
이자보상배율	14.7	7.8	21.3	47.6	79.1
총차입금	7,974	6,684	6,684	6,684	6,684
순차입금	-9,016	-17,117	-22,390	-25,193	-30,185
NOPLAT	2,952	2,080	3,417	5,829	8,735
FCF	2,133	3,130	1,921	3,720	5,805

**Compliance Notice**

- 당사는 8월 8일 현재 '카카오' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

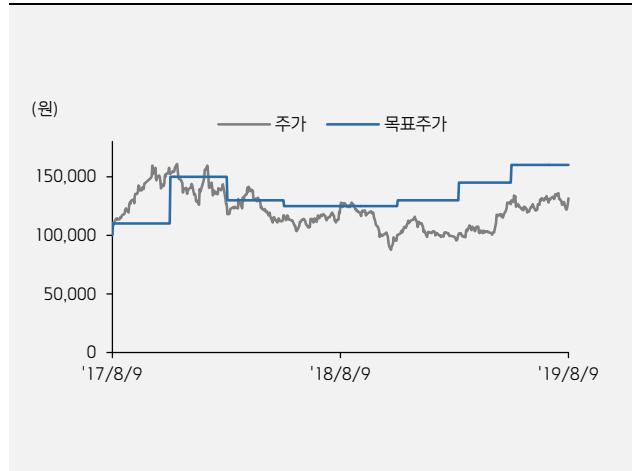
**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

**투자의견변동내역(2개년)**

종목명	일자	투자의견	목표주가	괴리율		
				목표가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
카카오 (035720)	2017/08/11	Marketperform (Maintain)	110,000	6개월	23.61	45.00
	2017/11/10	Marketperform (Maintain)	150,000	6개월	-5.05	7.33
	2018/02/09	Marketperform (Maintain)	130,000	6개월	-4.56	8.85
	2018/05/11	Marketperform (Maintain)	125,000	6개월	-9.20	0.40
	2018/08/10	Marketperform (Maintain)	125,000	6개월	-9.45	2.40
	2018/11/09	BUY(Upgrade)	130,000	6개월	-19.88	-10.77
	2019/02/15	BUY(Maintain)	145,000	6개월	-28.66	-23.79
	2019/04/16	BUY(Maintain)	145,000	6개월	-25.29	-11.38
	2019/05/10	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-20.60	-16.25
	2019/07/19	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-20.22	-15.00
	2019/08/09	BUY(Maintain)	160,000	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

**목표주가추이(2개년)****투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

**투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)**

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%