

# 카카오(035720.KS)



인터넷/게임 담당 정호윤, CFA

Tel. 02)368-6143 / junghy@eugenefn.com

**BUY(유지)**

목표주가(12M, 유지) 150,000원  
현재주가(10/8) 107,500원

Key Data	(기준일: 2018. 10. 8)
KOSPI(pt)	2,254
KOSDAQ(pt)	767
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	8,964
52주 최고/최저(원)	168,000 / 103,000
52주 일간 Beta	1.81
발행주식수(천주)	83,385
평균거래량(3M, 천주)	429
평균거래대금(3M, 백만원)	51,575
배당수익률(18F, %)	0.1
외국인 소유지분율(%)	24.3
주요주주지분율(%)	
김범수외 25인	32.0
MAXIMO PTE. LTD.	7.0
국민연금공단	6.0

## Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.4	-6.1	-12.2	-25.3
KOSPI 대비상대수익률	-9.2	-5.3	-5.0	-19.5

## Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q18F			시장 전망치	4Q18F			2017	2018F		2019F	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	597	1.4	15.9	611	636	6.4	16.7	1,972	2,377	20.5	2,664	12.1
영업이익	25	-10.3	-47.8	32	32	29.5	-8.5	165	95	-42.7	151	59.4
세전이익	24	-57.5	-61.6	47	36	47.6	-0.6	153	154	0.6	157	1.8
순이익	19	-16.1	-52.7	31	28	47.6	53.1	125	84	-32.9	122	45.9
OP Margin	4.1	-0.5	-5.0	5.2	5.0	0.9	-1.4	8.4	4.0	-4.4	5.7	1.7
NP Margin	3.2	-0.7	-4.6	5.1	4.4	1.2	1.0	6.3	3.5	-2.8	4.6	1.1
EPS(원)	627	-34.9	-66.9	1,438	1,264	101.7	86.1	1,606	895	-44.3	1,388	55.1
BPS(원)	68,303	0.4	16.5	69,730	68,669	0.5	15.7	59,332	68,669	15.7	70,174	2.2
ROE(%)	0.9	-0.5	-2.3	2.1	1.8	0.9	0.7	3.4	1.8	-1.5	2.3	0.5
PER(X)	171.5	-	-	74.8	85.0	-	-	85.3	120.1	-	77.4	-
PBR(X)	1.6	-	-	1.5	1.6	-	-	2.3	1.6	-	1.5	-

자료: 카카오, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

## 3Q18 Preview: 금융과 커머스가 그리는 큰 그림

### ■ 3Q18 Preview: 영업이익은 247억원(-10.3%qoq, -47.8%yoy)을 기록할 전망

카카오의 3Q18 매출액과 영업이익은 각각 5,972억원(+1.4%qoq, +15.9%yoy), 247억원(-10.3%qoq, -47.8%yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 광고매출은 비수기임에도 불구하고 카카오투고의 성장으로 1,672억원(+0.5%qoq, +10.4%yoy)을 기록할 것으로 예상된다. 콘텐츠는 전 분기와 유사한 3,043억원(+0.5%qoq, +16.4%yoy)을 기록할 것으로 추정된다. 게임이 배틀그라운드 PC방 점유율의 하락으로 1,042억원(-6.6%qoq, +11.0%yoy)을 기록하겠으나 음원과 기타 콘텐츠 매출액이 각각 1,344억원(+3.0%qoq, +10.1%yoy), 656억원(+8.2%qoq, +44.3%yoy)을 기록할 것으로 추정되기 때문이다.

### ■ 금융과 커머스가 그리는 큰 그림

최근 카카오의 주요 이슈 2가지는 인터넷 은행의 은산분리 완화법안 통과, 커머스 부분의 분사이다. 우선 커머스 부분의 분사를 통한 경쟁력 강화는 최근 글로벌 인터넷 트렌드에서도 볼 수 있는 것처럼 자연스러운 흐름이다. 아마존의 실적이 보여주는 것처럼 상거래 플랫폼의 광고효과가 높아지고 있으며, 결국 인터넷 기업들 또한 광고시장에서의 점유율을 지켜나가기 위해서는 상거래 플랫폼의 강화를 해나가야 한다. 카카오의 커머스 분사는 우선 이러한 관점에서 해석할 수 있다. (당사의 2018년 8월 8일 인터넷과 유통, 허물어지는 경계 레포트 참조)

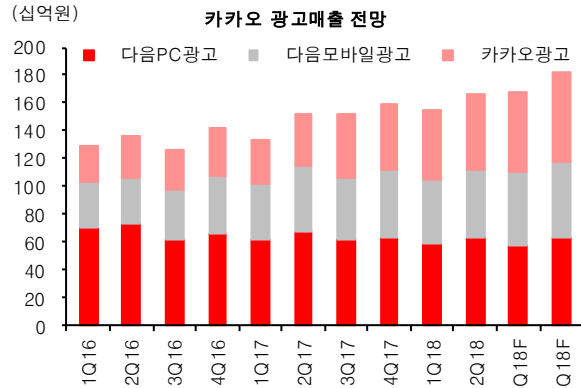
여기에 커머스와 인터넷은행이 창출할 장기적 시너지에 대해서도 주목해야 한다. 커머스를 강화하게 되면 자연스럽게 소비자들의 구매데이터 및 판매자들의 판매데이터 등 상거래 데이터가 누적된다. 그리고 이렇게 누적된 데이터를 활용하여 카카오펙크가 증금리 대출 및 중소기업인 등에 대한 대출 등으로 상품군을 다각화시킬 수 있다. 커머스-인터넷은행으로 이어지는 사업 포트폴리오는 이미 텐센트, 알리바바가 구축해놓은 시스템으로 카카오 또한 이와 유사한 사업체계를 구축하려는 전략을 취해나가고 있다고 당사는 판단한다.

### ■ 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 유지

카카오에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 150,000원을 유지한다. 인터넷 산업이 전반적으로 비용증가의 시기인 것은 분명하지만 기술의 발전과 함께 인터넷이 사회 경제적으로 영역을 확장시켜 나가는 시기 또한 점점 다가오고 있다. 그 과정에서 카카오가 국내 시장에서 성공적으로 O2O, 금융, 콘텐츠 등 다양한 분야에서 성과를 거두고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

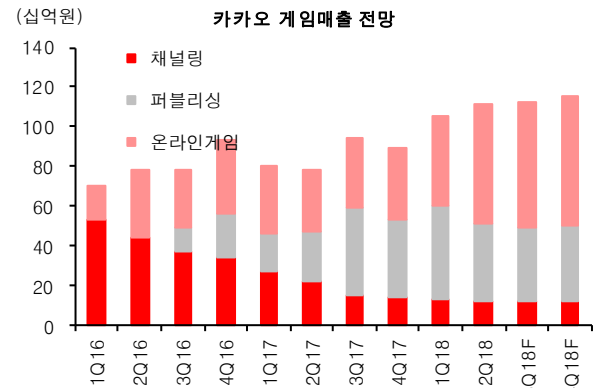


**도표 1** 신규광고상품의 성과로 카카오 광고매출은 전년 동기 대비 개선될 전망



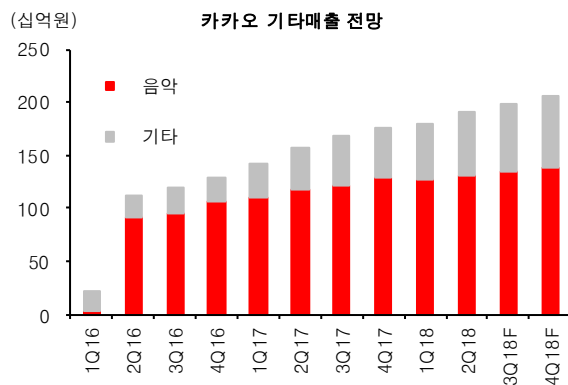
자료: 카카오, 유진투자증권

**도표 2** 배틀그라운드의 성과가 반영되며 온라인게임 매출 증가



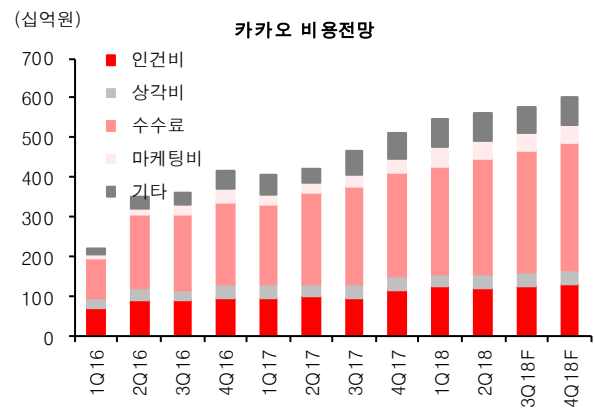
자료: 카카오, 유진투자증권

**도표 3** 음악과 기타매출은 2018년에도 성장 전망



자료: 카카오, 유진투자증권

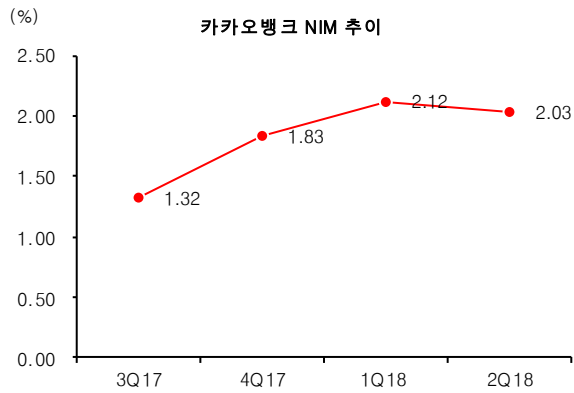
**도표 4** 인건비 및 마케팅비의 증가가 확인



자료: 카카오, 유진투자증권

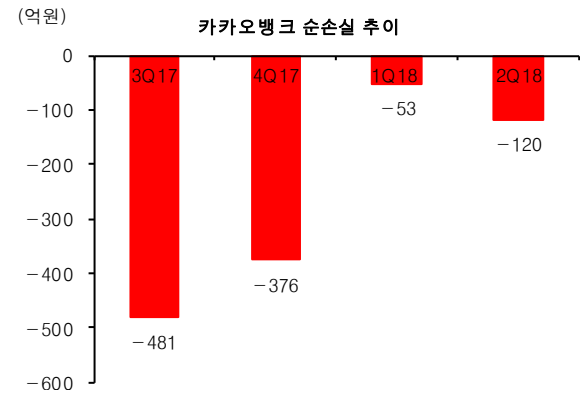


**도표 5** 2%대 NIM을 유지하고 있음



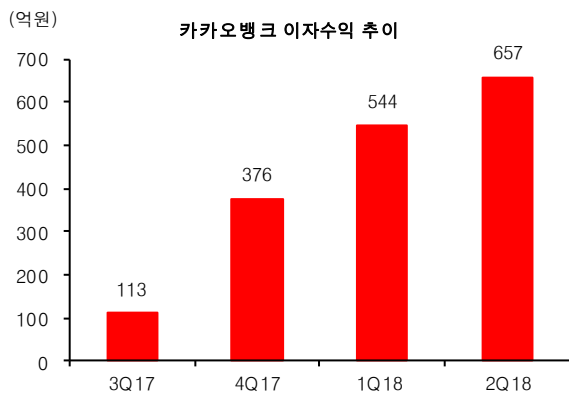
자료: 카카오�뱅크, 유진투자증권

**도표 6** 순손실규모는 120억원 적자



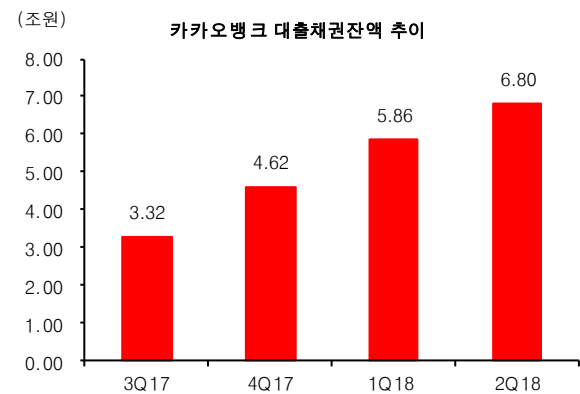
자료: 카카오�뱅크, 유진투자증권

**도표 7** 이자수익은 2Q18 657억원으로 증가



자료: 카카오�뱅크, 유진투자증권

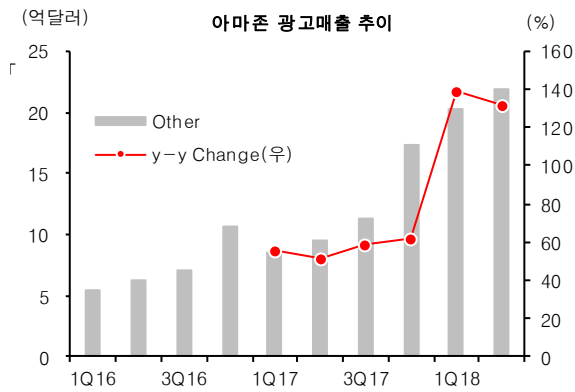
**도표 8** 대출채권 잔액은 6.8조원 기록



자료: 카카오�뱅크, 유진투자증권

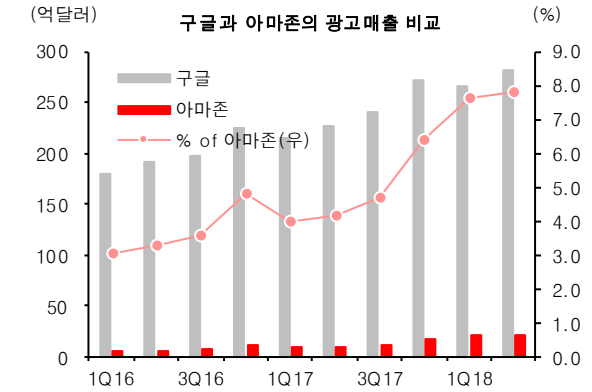


도표 9 고성장을 시작한 아마존의 광고매출 추이



자료: Amazon, 유진투자증권

도표 10 구글의 광고매출 대비 약 8% 수준까지 증가



자료: 각 사, 유진투자증권

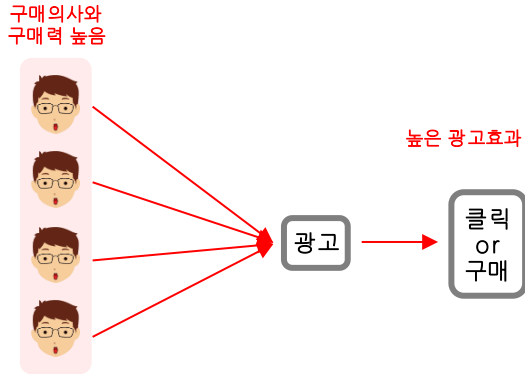
도표 11 아마존의 광고사업에 대한 시장의 관심이 확대되고 있음

# amazon advertising

자료: Amazon, 유진투자증권

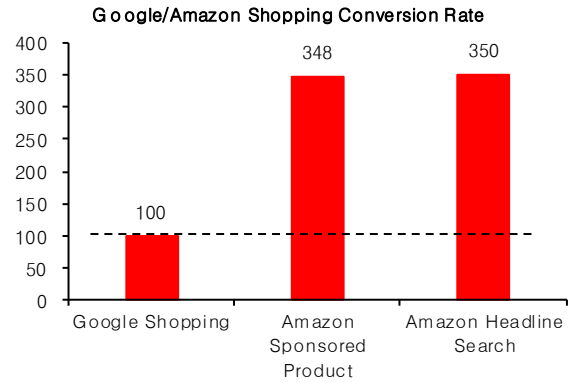


도표 12 구매의사 및 구매력 높은 트래픽 → 높은 광고효과  
과로 이어짐



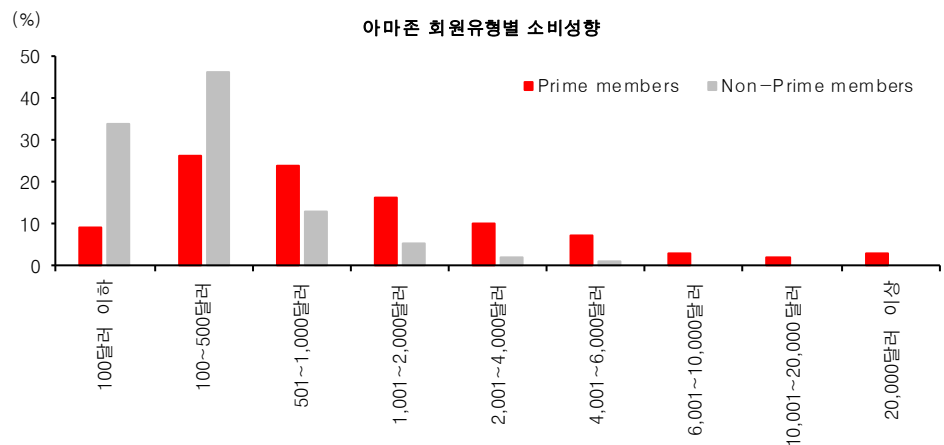
자료: 유진투자증권

도표 13 아마존 쇼핑광고의 구매전환률은 구글쇼핑에 비해  
매우 높은 것으로 추정



자료: Merkle, 유진투자증권  
주: Normalized 기준

도표 14 아마존 트래픽의 높은 소비성향(특히 Prime members)



자료: Statista, 유진투자증권



도표 15 카카오 분기실적 추정

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
<b>매출액</b>	<b>443.8</b>	<b>468.4</b>	<b>515.4</b>	<b>544.7</b>	<b>555.4</b>	<b>588.9</b>	<b>597.2</b>	<b>635.6</b>
광고	133.3	151.4	151.5	159.5	154.6	166.4	167.2	189.8
콘텐츠	221.8	236.3	261.5	265.9	285.6	302.8	304.3	311.7
기타	88.7	80.8	102.4	119.3	115.2	119.8	125.7	134.1
<b>영업비용</b>	<b>405.5</b>	<b>423.8</b>	<b>468.0</b>	<b>510.0</b>	<b>545.0</b>	<b>561.3</b>	<b>572.4</b>	<b>603.5</b>
인건비	97.6	101.1	98.2	116.0	125.2	123.8	127.0	129.4
상각비	31.6	31.3	31.8	35.2	30.6	33.0	35.5	37.8
수수료	204.4	231.1	245.4	259.5	272.7	292.4	295.2	314.3
마케팅	25.0	21.9	33.5	36.1	47.9	45.3	46.0	48.9
기타	47.0	38.5	59.3	63.2	68.6	66.8	68.7	73.1
<b>영업이익</b>	<b>38.3</b>	<b>44.6</b>	<b>47.4</b>	<b>35.0</b>	<b>10.4</b>	<b>27.6</b>	<b>24.7</b>	<b>32.1</b>
OPM	8.6	9.5	9.2	6.4	1.9	4.7	4.1	5.0
<b>세전이익</b>	<b>18.2</b>	<b>36.0</b>	<b>63.1</b>	<b>36.0</b>	<b>37.2</b>	<b>57.0</b>	<b>24.2</b>	<b>35.7</b>
<b>순이익</b>	<b>54.5</b>	<b>12.5</b>	<b>39.9</b>	<b>18.2</b>	<b>14.6</b>	<b>22.5</b>	<b>18.9</b>	<b>27.9</b>

자료: 카카오, 유진투자증권

도표 16 카카오 연간실적 추정

(십억원, %)	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>932.2</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,972.4</b>	<b>2,377.1</b>	<b>2,663.7</b>
y-y Change		57.1	34.7	20.5	12.1
광고	600.7	534.0	595.7	678.0	777.4
콘텐츠	273.6	701.9	985.5	1,204.3	1,317.2
기타	57.9	228.4	391.1	494.8	569.1
<b>영업비용</b>	<b>843.6</b>	<b>1,348.1</b>	<b>1,807.3</b>	<b>2,282.3</b>	<b>2,512.6</b>
인건비	269.5	352.7	412.8	505.5	526.9
상각비	75.4	113.8	129.8	136.9	158.3
수수료	390.5	679.8	940.3	1,174.5	1,315.9
마케팅	56.8	83.8	116.5	188.2	205.1
기타	51.4	118.1	207.9	277.2	306.3
<b>영업이익</b>	<b>88.6</b>	<b>116.1</b>	<b>165.4</b>	<b>94.8</b>	<b>151.1</b>
OPM	9.5	7.9	8.4	4.0	5.7
y-y Change		31.1	42.4	-42.7	59.4
<b>세전이익</b>	<b>109.5</b>	<b>100.3</b>	<b>153.3</b>	<b>154.1</b>	<b>157.0</b>
y-y Change		-8.4	52.8	0.5	1.8
<b>순이익</b>	<b>78.8</b>	<b>65.5</b>	<b>125.1</b>	<b>83.9</b>	<b>122.4</b>
y-y Change		-16.9	91.1	-32.9	46.0

자료: 카카오, 유진투자증권



## 카카오(035720.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>자산총계</b>	<b>5,484</b>	<b>6,349</b>	<b>7,801</b>	<b>7,971</b>	<b>8,198</b>
유동자산	1,217	1,993	3,053	3,181	3,359
현금성자산	887	1,568	2,674	2,768	2,908
매출채권	251	307	252	282	315
재고자산	13	22	29	33	37
비유동자산	4,267	4,356	4,748	4,791	4,839
투자자산	397	396	747	778	809
유형자산	254	271	288	315	346
기타	3,616	3,690	3,713	3,699	3,684
<b>부채총계</b>	<b>1,781</b>	<b>1,842</b>	<b>1,971</b>	<b>2,027</b>	<b>2,087</b>
유동부채	806	1,041	1,714	1,761	1,812
매입채무	263	280	345	386	431
유동상이자부채	211	177	779	779	779
기타	332	584	590	596	602
비유동부채	975	801	257	266	275
비유동이자부채	796	621	43	43	43
기타	179	180	214	223	232
<b>자본총계</b>	<b>3,703</b>	<b>4,508</b>	<b>5,830</b>	<b>5,945</b>	<b>6,111</b>
지배지분	3,433	4,029	5,238	5,353	5,520
자본금	34	34	38	38	38
자본잉여금	3,105	3,604	4,740	4,740	4,740
이익잉여금	304	403	484	599	766
기타	(10)	(11)	(24)	(24)	(24)
비지배지분	270	479	591	591	591
<b>자본총계</b>	<b>3,703</b>	<b>4,508</b>	<b>5,830</b>	<b>5,945</b>	<b>6,111</b>
총차입금	1,007	797	823	823	823
순차입금	121	(770)	(1,852)	(1,945)	(2,085)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>영업현금</b>	<b>333</b>	<b>404</b>	<b>342</b>	<b>273</b>	<b>333</b>
당기순이익	100	153	141	122	178
자산손익변	114	130	133	144	151
기타비(현금성손익)	6	4	(26)	(6)	(9)
운전자본증감	131	60	191	12	13
매출채권감소(증가)	(28)	(2)	44	(30)	(33)
재고자산감소(증가)	(8)	1	(4)	(3)	(4)
매입채무증가(감소)	105	3	57	41	45
기타	62	58	93	5	5
<b>투자현금</b>	<b>(1,019)</b>	<b>(400)</b>	<b>(886)</b>	<b>(209)</b>	<b>(219)</b>
단기투자자산감소	235	(201)	(443)	(37)	(38)
장기투자증권감소	(46)	(63)	(200)	(7)	(4)
설비투자	81	75	81	102	113
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산처분	(24)	(28)	(48)	(55)	(55)
<b>재무현금</b>	<b>927</b>	<b>482</b>	<b>1,201</b>	<b>(8)</b>	<b>(11)</b>
차입금증가	796	(188)	(30)	0	0
자본증가	(11)	(20)	1,039	(8)	(11)
배당금지급	11	16	12	8	11
<b>현금 증감</b>	<b>244</b>	<b>475</b>	<b>658</b>	<b>57</b>	<b>102</b>
기초현금	397	642	1,117	1,775	1,832
기말현금	642	1,117	1,775	1,832	1,934
Gross Cash flow	255	334	249	261	320
Gross Investment	1,123	140	252	160	168
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(868)</b>	<b>195</b>	<b>(3)</b>	<b>101</b>	<b>152</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,464</b>	<b>1,972</b>	<b>2,377</b>	<b>2,664</b>	<b>2,966</b>
증가율(%)	57.1	34.7	20.5	12.1	11.3
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>1,464</b>	<b>1,972</b>	<b>2,377</b>	<b>2,664</b>	<b>2,966</b>
판매 및 일반본보비	1,348	1,807	2,282	2,513	2,743
기타영업손익	60	34	26	10	9
<b>영업이익</b>	<b>116</b>	<b>165</b>	<b>95</b>	<b>151</b>	<b>223</b>
증가율(%)	31.1	42.4	(42.7)	59.4	47.3
<b>EBITDA</b>	<b>230</b>	<b>295</b>	<b>228</b>	<b>295</b>	<b>374</b>
증가율(%)	40.2	28.4	(22.7)	29.4	26.6
<b>영업외손익</b>	<b>(16)</b>	<b>(12)</b>	<b>59</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
이자수익	10	17	59	42	24
이자비용	14	11	9	15	16
지분법손익	(1)	13	31	15	18
기타영업외손익	(11)	(31)	(21)	(36)	(21)
<b>세전순이익</b>	<b>100</b>	<b>153</b>	<b>154</b>	<b>157</b>	<b>228</b>
증가율(%)	(8.4)	52.8	0.6	1.8	45.3
법인세비용	35	28	70	35	50
<b>당기순이익</b>	<b>65</b>	<b>125</b>	<b>84</b>	<b>122</b>	<b>178</b>
증가율(%)	(16.9)	91.1	(32.9)	45.9	45.3
지배주주지분	58	109	68	106	154
증가율(%)	(23.8)	88.3	(37.1)	55.1	45.3
비지배지분	7,781	16,497	15,616	16,528	24,009
<b>EPS(원)</b>	<b>881</b>	<b>1,606</b>	<b>895</b>	<b>1,388</b>	<b>2,017</b>
증가율(%)	(31.0)	82.3	(44.3)	55.1	45.3
수정EPS(원)	881	1,606	895	1,388	2,017
증가율(%)	(31.0)	82.3	(44.3)	55.1	45.3

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	881	1,606	895	1,388	2,017
BPS	50,965	59,332	68,669	70,174	72,355
DPS	148	148	100	150	150
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	87.8	85.3	120.1	77.4	53.3
PBR	1.5	2.3	1.6	1.5	1.5
EV/ EBITDA	24.3	30.5	31.2	23.8	18.4
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	19.8	27.7	33.0	31.4	25.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	7.9	8.4	4.0	5.7	7.5
EBITDA이익률	15.7	15.0	9.6	11.1	12.6
순이익률	4.5	6.3	3.5	4.6	6.0
ROE	2.2	3.4	1.8	2.3	3.3
ROIC	2.7	3.8	1.5	3.4	5.0
<b>안정성 (배,%)</b>					
순차입금/자/지분	3.3	(17.1)	(31.8)	(32.7)	(34.1)
유동비율	151.0	191.5	178.1	180.6	185.4
이자보상배율	8.1	14.7	10.4	9.8	14.2
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	7.4	7.1	8.5	10.0	9.9
재고자산회전율	163.5	115.6	93.3	85.6	85.3
매입채무회전율	8.3	7.3	7.6	7.3	7.3



### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상		0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만		90%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만		10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		0%

(2018.9.30 기준)

과거 2년간 투자이견 및 목표주가변동내역				과감율(%)		카카오(035720.KS) 주가 및 목표주가 추이
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가 대상시점	평균주가 대비	최고(최저) 주가대비	
2016-10-18	Buy	100,000	1년	-17.2	-0.5	
2016-10-24	Buy	100,000	1년	-17.2	-0.5	
2016-11-11	Buy	100,000	1년	-16.5	-0.5	
2016-11-17	Buy	100,000	1년	-16.3	-0.5	
2016-12-23	Buy	100,000	1년	-14.8	-0.5	
2017-02-10	Buy	100,000	1년	-12.3	-0.5	
2017-02-16	Buy	100,000	1년	-12	-0.5	
2017-02-22	Hold	100,000	1년	-12	-0.5	
2017-03-30	Hold	100,000	1년	-9.4	-0.5	
2017-05-15	Hold	100,000	1년	-3.4	-0.5	
2017-05-23	Buy	120,000	1년	0.4	32.9	
2017-07-04	Buy	120,000	1년	5.7	32.9	
2017-08-11	Buy	120,000	1년	13.7	32.9	
2017-11-10	Buy	170,000	1년	-15.2	-5.3	
2017-11-14	Buy	170,000	1년	-15.5	-5.3	
2017-12-21	Buy	170,000	1년	-16.2	-8.2	
2018-01-08	Buy	210,000	1년	-38.9	-25.2	
2018-02-09	Buy	210,000	1년	-40.7	-32.6	
2018-05-11	Buy	150,000	1년	-22.4	-14.7	
2018-05-21	Buy	150,000	1년	-22.4	-14.7	
2018-06-12	Buy	150,000	1년	-21.6	-14.7	
2018-07-05	Buy	150,000	1년	-20.5	-14.7	
2018-08-10	Buy	150,000	1년	-19.3	-14.7	
2018-09-17	Buy	150,000	1년	-22.6	-19.7	
2018-10-10	Buy	150,000	1년			