

카카오(035720.KS)



인터넷/게임 담당 정호윤, CFA
Tel. 02)368-6143 / junghy@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	In-line	Below
	○	

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	135,000원
현재주가(11/8)	100,000원

Key Data	(기준일: 2018.11. 8)
KOSPI(pt)	2,093
KOSDAQ(pt)	694
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	8,339
52주 최고/최저(원)	166,000 / 86,000
52주 일간 Beta	1.79
발행주식수(천주)	83,386
평균거래량(3M, 천주)	442
평균거래대금(3M, 백만원)	50,074
배당수익률(18F, %)	0.1
외국인 지분율(%)	24.7
주요주주 지분율(%)	
김범수외 27인	32.0
MAXIMO PTE. LTD.	7.0
국민연금공단	6.0

Company Performance	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	-7.0	-16.0	-10.7	-36.5
KOSPI 대비 상대수익률	0.2	-6.9	3.9	-18.5

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %, %p)	3Q18P					4Q18F			2017	2018F		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	599	597	0.4	604	-0.8	636	6.1	16.8	1,972	2,380	20.6	2,725	14.5
영업이익	31	25	23.9	28	8.4	31	1.0	-11.6	165	100	-39.8	160	61.0
세전이익	48	24	99.3	43	12.4	36	-25.8	-0.4	153	178	16.3	182	2.3
순이익	7	19	-60.9	28	-73.6	28	278.2	53.4	125	72	-42.1	142	96.2
영업이익률	5.1	4.1	1.0	4.7	0.4	4.9	-0.2	-1.6	8.4	4.2	-4.2	5.9	1.7
순이익률	1.2	3.2	-1.9	4.6	-3.4	4.4	3.2	1.0	6.3	3.0	-3.3	5.2	2.2
EPS(원)	245	627	-60.9	1,279	-80.8	1,267	416.8	86.5	1,606	800	-50.2	1,612	101.4
BPS(원)	68,153	68,303	-0.2	69,318	-1.7	68,519	0.5	15.5	59,332	68,519	15.5	70,282	2.6
ROE(%)	0.4	0.9	-0.6	1.8	-1.5	1.8	1.5	0.7	3.4	1.6	-1.8	2.7	1.1
PER(X)	408.0	159.5	-	78.2	-	78.9	-	-	85.3	124.9	-	62.0	-
PBR(X)	1.5	1.5	-	1.4	-	1.5	-	-	2.3	1.5	-	1.4	-

자료: 카카오, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

3Q18 Review: 게임이 아쉬웠던 3분기 실적

■ 3Q18 Review: 영업이익은 307억원(+11.1%qoq, -35.3%yoy)을 기록

카카오의 3Q18 매출액과 영업이익은 각각 5,993억원(+1.8%qoq, +16.3%yoy), 307억원(+11.1%qoq, -35.3%yoy)을 기록하며 컨센서스 283억원에 부합하는 실적을 기록하였다. 광고매출은 1,671억원(+0.4%qoq, +10.3%yoy)을 기록하였으며, 게임은 모바일게임과 배틀그라운드 매출이 모두 감소하며 994억원(-11.0%qoq, +5.8%yoy)의 다소 부진한 실적을 기록하였다. 그러나 기타콘텐츠 매출은 카카오페이지와 일본의 픽코마가 모두 고성장을 기록하며 713억원(+17.5%qoq, 56.7%yoy)을 기록하였다.

■ 3분기 실적의 명(明)과 암(暗)

3분기 실적을 통해 카카오의 명과 암을 확인할 수 있었다. 어두운 부분은 게임사업부이다. 대형사의 블록버스터 MMORPG로 모바일게임 시장이 재편되는 가운데 카카오의 경쟁력이 약화되고 있음이 확인되었으며, 온라인게임 또한 배그의 시장점유율 하락이 시작되었음이 확인되었다. 반면 웹툰비즈니스를 하는 카카오페이지와 픽코마는 각각 한국과 일본에서 이용자 증가와 함께 매출증가가 일어나고 있으며, 음악 또한 멜론과 카카오의 연계서비스를 통해 꾸준한 성장을 하고 있다는 점은 긍정적이다. 커머스 및 모빌리티 등 기타 매출 또한 꾸준한 성장이 일어나고 있다는 점이 3분기 실적을 통해서 확인되었다.

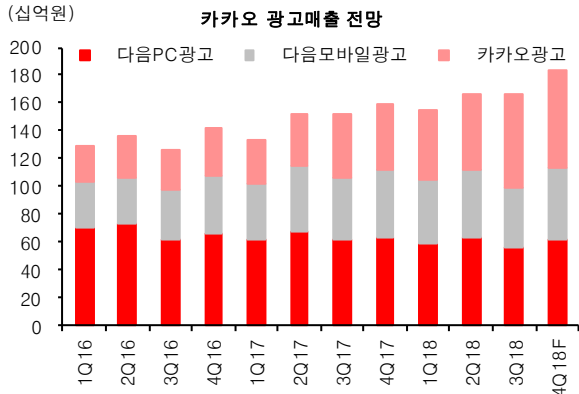
■ 투자 의견 BUY 유지하나 목표주가가 135,000원으로 하향조정

카카오에 대해 투자 의견 BUY를 유지하나 목표주가를 기존의 150,000원에서 10% 하향조정 한 135,000원으로 수정 제시한다. 목표주가의 변경은 최근 글로벌 인터넷 기업들의 Valuation 하락으로 다음 포털의 가치 및 카카오톡의 가치를 일부 하향하였으며, 카카오게임즈 또한 2019년 매출 추정치를 기존의 4,231억원에서 3,745억원으로 11.5% 하향조정 함에 따라 적용가치를 1.1조원으로 낮춘 것에 기인한다.

다만 여전히 카카오의 투자 매력도는 존재한다. 인터넷은행을 시작으로 증권사 인수 등 다양한 생활금융서비스로의 영역확장이 시작될 예정이며, 모빌리티 또한 카풀 등 수익모델을 확장시켜 나가고 있다. 게임을 제외한 나머지 사업부가 모두 꾸준한 성장세를 이어가고 있다는 점에도 관심을 기울일 필요가 있다.

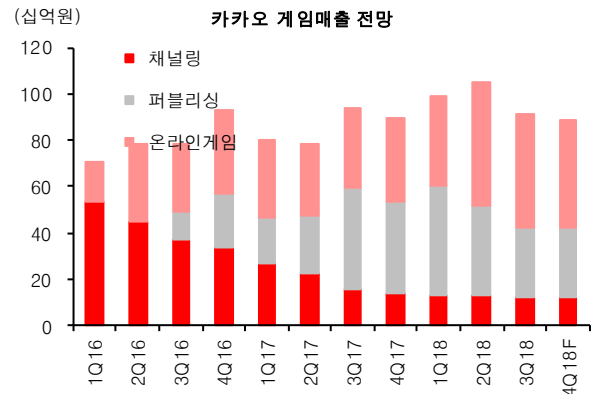


도표 1 신규광고상품의 성과로 카카오 광고매출은 전년 동기 대비 개선될 전망



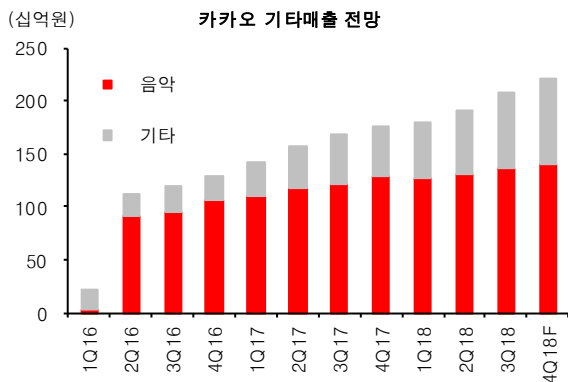
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 2 게임부문의 매출하락세는 지속될 전망



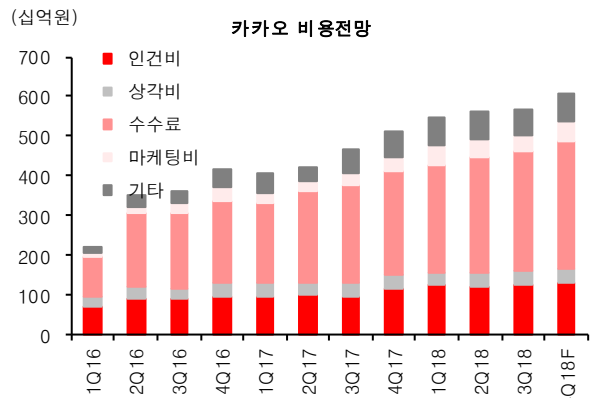
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 3 음악과 기타매출은 꾸준히 성장 중



자료: 카카오, 유진투자증권

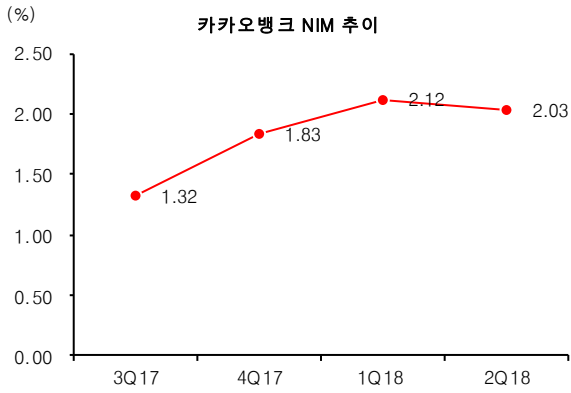
도표 4 인건비 및 마케팅비의 증가가 확인



자료: 카카오, 유진투자증권

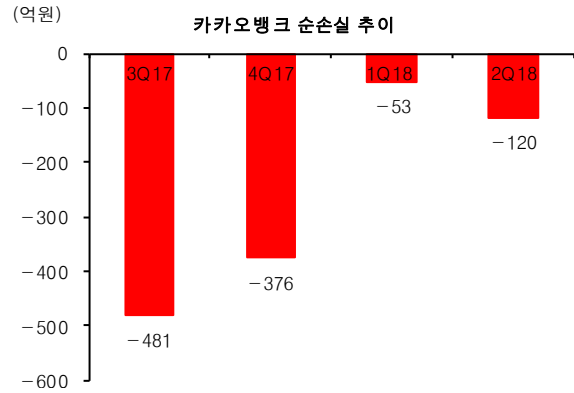


도표 5 2%대 NIM을 유지하고 있음



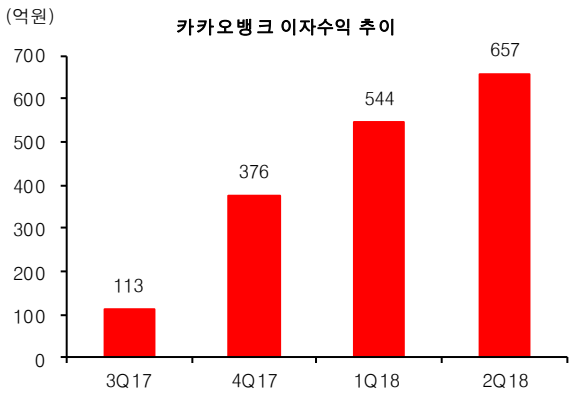
자료: 카카오뱅크, 유진투자증권

도표 6 순손실규모는 120억원 적자



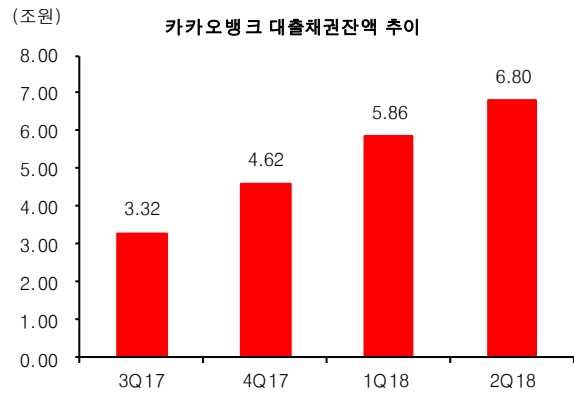
자료: 카카오뱅크, 유진투자증권

도표 7 이자수익은 2Q18 657억원으로 증가



자료: 카카오뱅크, 유진투자증권

도표 8 대출채권 잔액은 6.8조원 기록



자료: 카카오뱅크, 유진투자증권



도표 9 카카오 분기실적 추정

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
매출액	443.8	468.4	515.4	544.7	555.4	588.9	599.3	635.9
광고	133.3	151.4	151.5	159.5	154.6	166.4	167.1	183.5
콘텐츠	221.8	236.3	261.5	265.9	285.6	302.8	306.7	316.6
기타	88.7	80.8	102.4	119.3	115.2	119.8	125.5	135.8
영업비용	405.5	423.8	468.0	510.0	545.0	561.3	568.6	605.0
인건비	97.6	101.1	98.2	116.0	125.2	123.8	127.6	130.2
상각비	31.6	31.3	31.8	35.2	30.6	33.0	35.0	36.9
수수료	204.4	231.1	245.4	259.5	272.7	292.4	301.2	320.2
마케팅	25.0	21.9	33.5	36.1	47.9	45.3	36.3	47.7
기타	47.0	38.5	59.3	63.2	68.6	66.8	68.6	70.0
영업이익	38.3	44.6	47.4	35.0	10.4	27.6	30.7	31.0
OPM	8.6	9.5	9.2	6.4	1.9	4.7	5.1	4.9
세전이익	18.2	36.0	63.1	36.0	37.2	57.0	48.2	35.8
순이익	54.5	12.5	39.9	18.2	14.6	22.5	7.4	27.9

자료: 카카오, 유진투자증권

도표 10 카카오 연간실적 추정

(십억원, %)	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	932.2	1,464.2	1,972.4	2,379.6	2,724.9
y-y Change		57.1	34.7	20.6	14.5
광고	600.7	534.0	595.7	671.7	763.7
콘텐츠	273.6	701.9	985.5	1,211.6	1,380.4
기타	57.9	228.4	391.1	496.3	580.8
영업비용	843.6	1,348.1	1,807.3	2,280.0	2,564.5
인건비	269.5	352.7	412.8	506.8	529.7
상각비	75.4	113.8	129.8	135.5	158.2
수수료	390.5	679.8	940.3	1,186.5	1,372.5
마케팅	56.8	83.8	116.5	177.2	204.4
기타	51.4	118.1	207.9	273.9	299.7
영업이익	88.6	116.1	165.4	99.6	160.4
OPM	9.5	7.9	8.4	4.2	5.9
y-y Change		31.1	42.4	-39.8	61.0
세전이익	109.5	100.3	153.3	178.2	182.3
y-y Change		-8.4	52.8	16.3	2.3
순이익	78.8	65.5	125.1	72.5	142.2
y-y Change		-16.9	91.1	-42.1	96.2

자료: 카카오, 유진투자증권



도표 11 카카오 Valuation Table

	내용
1) 포털가치(억원)	11,937
2019년 포털광고매출(억원)	4,421
순이익률	15%
PER	18.0
2) 카카오톡 가치	40,278
카카오톡 MAU(만명)	5,035
가입자당가치(원)	80,000
3) 로엔가치(억원)	15,182
2019년 로엔매출(억원)	6,748
순이익률	15%
PER	15.0
4) 카카오페이(억원)	3,600
최근 투자금액 기준가치(억원)	6,000
지분률	60%
5) 카카오모빌리티(억원)	11,296
최근 투자금액 기준가치(억원)	16,300
지분률	69.3%
6) 카카오게임즈 가치	11,234
2019년 매출	3,744.8
순이익률	25.0%
PER	15.0
지분률	80.0%
카카오 기업가치(억원)	93,528
적정주가	136,159
목표주가	135,000

자료: 유진투자증권



카카오(035720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	5,484	6,349	7,790	7,989	8,256
유동자산	1,217	1,993	3,042	3,196	3,411
현금성자산	887	1,568	2,663	2,776	2,950
매출채권	251	307	252	288	324
재고자산	13	22	29	34	38
비유동자산	4,267	4,356	4,748	4,793	4,845
투자자산	397	396	747	778	809
유형자산	254	271	288	317	351
기타	3,616	3,690	3,713	3,699	3,684
부채총계	1,781	1,842	1,972	2,036	2,100
유동부채	806	1,041	1,714	1,770	1,825
매입채무	263	280	345	395	443
유동성이자부채	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
자본총계	3,703	4,508	5,818	5,953	6,156
지배지분	3,433	4,029	5,227	5,362	5,565
자본금	34	34	38	38	38
자본잉여금	3,105	3,604	4,740	4,740	4,740
이익잉여금	304	403	473	607	811
기타	(10)	(11)	(24)	(24)	(24)
비지배지분	270	479	591	591	591
총차입금	1,007	797	823	823	823
순차입금	121	(770)	(1,840)	(1,953)	(2,127)

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	333	404	331	295	372
당기순이익	100	153	130	142	215
자산상각비	114	130	133	145	152
기타비현금성손익	6	4	(25)	(6)	(9)
운전자본증감	131	60	191	14	14
매출채권감소(증가)	(28)	(2)	44	(36)	(35)
재고자산감소(증가)	(8)	1	(4)	(4)	(4)
매입채무증가(감소)	105	3	58	50	49
기타	62	58	93	5	5
투자현금	(1,019)	(400)	(886)	(211)	(224)
단기투자자산감소	235	(201)	(443)	(37)	(38)
장기투자증권감소	(46)	(63)	(200)	(7)	(4)
설비투자	81	75	81	104	118
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산처분	(24)	(28)	(48)	(55)	(55)
재무현금	927	482	1,201	(8)	(11)
차입금증가	796	(188)	(30)	0	0
자본증가	(11)	(20)	1,039	(8)	(11)
배당금지급	11	16	12	8	11
현금 증감	244	475	647	76	136
기초현금	397	642	1,117	1,764	1,840
기말현금	642	1,117	1,764	1,840	1,976
Gross Cash flow	255	334	237	281	358
Gross Investment	1,123	140	252	160	172
Free Cash Flow	(868)	195	(15)	120	186

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,464	1,972	2,380	2,725	3,084
증가율(%)	57.1	34.7	20.6	14.5	13.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,464	1,972	2,380	2,725	3,084
판매 및 일반본분비	1,348	1,807	2,280	2,564	2,838
기타영업손익	60	34	26	12	11
영업이익	116	165	100	160	246
증가율(%)	31.1	42.4	(39.8)	61.0	53.4
EBITDA	230	295	233	305	398
증가율(%)	40.2	28.4	(21.0)	30.9	30.6
영업외손익	(16)	(12)	79	22	29
이자수익	10	17	61	32	20
이자비용	14	11	6	8	8
지분법손익	(1)	13	30	15	18
기타영업외손익	(11)	(31)	(7)	(17)	(1)
세전순이익	100	153	178	182	275
증가율(%)	(8.4)	52.8	16.3	2.3	51.0
법인세비용	35	28	106	40	61
당기순이익	65	125	72	142	215
증가율(%)	(16.9)	91.1	(42.1)	96.2	51.0
지배주주지분	58	109	61	123	186
증가율(%)	(23.8)	88.3	(43.8)	101.4	51.0
비지배지분	8	16	11	19	29
EPS(원)	881	1,606	800	1,612	2,434
증가율(%)	(31.0)	82.3	(50.2)	101.4	51.0
수정EPS(원)	881	1,606	800	1,612	2,434
증가율(%)	(31.0)	82.3	(50.2)	101.4	51.0

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	881	1,606	800	1,612	2,434
BPS	50,965	59,332	68,519	70,282	72,946
DPS	148	148	100	150	150
밸류에이션(배,%)					
PER	87.8	85.3	124.9	62.0	41.1
PBR	1.5	2.3	1.5	1.4	1.4
EV/ EBITDA	24.3	30.5	27.9	20.9	15.6
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
PCR	19.8	27.7	32.1	27.2	21.3
수익성(%)					
영업이익률	7.9	8.4	4.2	5.9	8.0
EBITDA이익률	15.7	15.0	9.8	11.2	12.9
순이익률	4.5	6.3	3.0	5.2	7.0
ROE	2.2	3.4	1.6	2.7	3.9
ROIC	2.7	3.8	1.2	3.6	5.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	3.3	(17.1)	(31.6)	(32.8)	(34.6)
유동비율	151.0	191.5	177.4	180.6	187.0
이자보상배율	8.1	14.7	16.8	20.2	29.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	7.4	7.1	8.5	10.1	10.1
재고자산회전율	163.5	115.6	93.4	86.5	86.4
매입채무회전율	8.3	7.3	7.6	7.4	7.4



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 당사에 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2018.9.30 기준)

과거 2년간 투자이견 및 목표주가 변동내역				과민율(%)		카카오(035720.KS) 주가 및 목표주가 추이
추천일자	투자의견	목표(₩)	목표가격 대상비율	평균주가 대비	최고(최저) 주가대비	
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	-24.7	-14.7	
2018-05-21	Buy	150,000	1년	-24.7	-14.7	
2018-06-12	Buy	150,000	1년	-24.4	-14.7	
2018-07-05	Buy	150,000	1년	-24.2	-14.7	
2018-08-10	Buy	150,000	1년	-25.1	-14.7	
2018-09-17	Buy	150,000	1년	-30.9	-19.7	
2018-10-10	Buy	150,000	1년	-35.4	-31.7	
2018-11-09	Buy	135,000	1년			