

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 170,000원
현재주가(19/04/30)	120,000원
상승여력	42%

영업이익(19F,십억원)	146
Consensus 영업이익(19F,십억원)	146
EPS 성장률(19F,%)	125.0
MKT EPS 성장률(19F,%)	-17.0
P/E(19F,x)	87.0
MKT P/E(19F,x)	12.0
KOSPI	2,203.59
시가총액(십억원)	10,008
발행주식수(백만주)	83
유동주식비율(%)	62.6
외국인 보유비중(%)	25.3
배타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	87,600
52주 최고가(원)	128,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.9	32.6	8.1
상대주가	12.6	21.2	23.4



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권  
02-3774-1614  
changkwon.kim@miraasset.com

# 카카오 (035720)

## 외국인은 2013~4년 폐북 랠리를 보았다.

### 실적 불확실성 해소의 3가지 이유

동사 주가에 가장 부정적인 이슈는 실적 불확실성이다. 모빌리티, 간편결제, AI 등 신규 사업에서 발생하는 매출액 규모가 아직은 대규모 투자를 커버할 수 없어서이다.

실적 모멘텀이 현실화되고 있다. 1) 카톡 채팅창(탭) 광고로 2019년 600억원에 이어 2020년에는 1,500억원의 신규 모바일 DA(디스플레이,배너) 광고 매출액이 예상(표 5,6참조)되고, 2) 음악, 동영상, 게임에 이어 웹툰/웹소설이 새로운 모바일 콘텐츠로 한국, 일본, 인도네시아에서 자리잡고 있다. 일본 픽코마 1분기 매출액은 전년동기보다 163% 증가(그림 6참조)한 것으로 파악되고 있다. 3) 정부는 2020년부터 은행송금수수료 90% 인하(그림 8,9참조)를 계획하고 있어, 2020년에만 600억원의 비용감소가 기대된다.

### 2분기부터 2020년까지 실적 모멘텀 기대

1분기 매출액과 영업이익은 전년과 비교해 각각 20.9%, 73.0% 증가한 6,710억원과 180억원으로 예상된다. 1분기 예상 영업이익률은 2.7% 수준이다. 1분기 실적에 대한 시장 컨센서스는 매출액 6,618억원과 영업이익 213억원이다.

2분기 예상되는 매출액과 영업이익은 2018년 동기와 비교해 각각 23.1%, 29.9% 증가한 7,250억원과 360억원이다. 2분기 영업이익률이 4.9%로 개선될 것으로 예상되는데, 이는 수익성 높은 카카오톡 광고 매출액의 큰 폭 증가가 전망되기 때문이다.

2019년부터 투자 비용 증가 속도보다 외형 성장이 빠르게 진행될 전망이다. 2020년에는 카카오톡 광고 매출액 증가 효과가 온기로 반영되고, 판매 광고 계좌수 확대와 함께 향상된 타겟팅 효과를 볼 수 있을 것으로 기대된다.

### ‘매수’ 의견, 목표주가는 기존 13만원에서 17만원으로 상향

‘매수’ 의견을 유지하고 목표주가는 13만원에서 17만원으로 상향한다. 동사 목표주가는 사업 부별 2020년 매출액과 국내외 Peer 그룹 2020년 평균 PSR지표로 산출(표 9참조)하였다.

4/10일 이후 외국인 매수세가 이어지고 있다. 외국인 투자자들은 2013~4년에 페이스북이 SNS 모바일 타겟팅광고 노출로 인한 어닝서프라이즈로 PER이 1,000배(그림 10,11참조)를 상회한 것을 관찰한 적이 있다. 외국인 투자자들은 페이스북 모바일광고 성장 스토리를 카카오톡 채팅창(탭) 광고에 대입 중인 것으로 판단된다.

카카오모빌리티 카풀서비스, 카카오페이 바로증권 인수, 카카오뱅크 지분확대 등 신사업 전개 속도가 기대만큼 빠르지 않다. 이런 잠재적인 성장 여력들은 동사 기업 가치가 추가 상승할 수 있는 장기 모멘텀으로 해석된다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	1,464	1,972	2,417	2,971	3,591	4,162
영업이익 (십억원)	116	165	73	146	393	548
영업이익률 (%)	7.9	8.4	3.0	4.9	10.9	13.2
순이익 (십억원)	58	109	48	115	295	403
EPS (원)	874	1,602	613	1,380	3,539	4,835
ROE (%)	1.9	2.9	1.0	2.2	5.5	7.0
P/E (배)	88.1	85.5	168.0	87.0	33.9	24.8
P/B (배)	1.5	2.3	1.7	1.9	1.8	1.7
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

## CONTENTS

---

<b>I. 2019년 신규 매출액 급증 예상</b>	<b>3</b>
------------------------------	----------

---

<b>II. 2분기부터 실적 턴어라운드 시작</b>	<b>5</b>
1. 카톡 채팅창 광고 시작 : 한국 온라인 시장 성장 모멘텀	5
2. 웹툰/웹소설: 글로벌 성장 스토리 진행 중	8
3. 12월 금융 공동결제망 오픈뱅킹 시작, 2020년 비용 감소	10

---

<b>III. Valuation</b>	<b>12</b>
목표주가 기존 13만원에서 17만원으로 상향	12

# I. 2019년 신규 매출액 급증 예상

카카오는 다음과 카카오 그리고 멜론과 합병하였고, 사업부와 계열사별로 많은 제휴 관계(그림 1,2참조)를 맺고 국내외 계열사들이 다양한 사업을 전개(표 1참조)하고 있다. 광고는 광고주에서 수주한 금액이, 웹툰/웹소설은 이용자 구매 금액 중 배분 비율에 따른 동사의 몫(픽코마는 총액) 그리고 커머스, 모빌리티, 핀테크 등은 수수료가 매출액으로 인식된다.

카카오T/페이 등 신규 사업을 위한 인건비와 마케팅비 부담이 가중되면서 영업이익률이 2017년 8.4%에서 2018년 3.0%로 악화되었다. 2018년에는 인건비가 전년보다 1,000억원 이상이 증가했고 신규 사업을 위한 마케팅 비용과 함께 게임, 음악 등 기존 주력 사업의 콘텐츠수수료가 매출 증가와 동반하여 늘어났다.

게임, 음악(멜론), 다음플랫폼 광고 등 기존 주력 매출액 증가율이 정체되는 가운데 카카오플랫폼(카카오톡) 광고, 기타콘텐츠(웹툰/웹소설 국내 카카오페이지, 일본 픽코마) 그리고 기타매출액 중에서 커머스, 카카오T(모빌리티)/페이 등이 2019년과 2020년에 빠르게 성장할 전망이다.

카카오 매출액의 연간 증가율은 2018년 22.5%에 이어 2019년에는 22.9%의 고성장이 지속될 것으로 예상된다. 2019년과 2020년 수익성 개선이 가파르게 진행될 전망이다.

왜냐하면 1) 카카오톡 광고 매출액이 급증할 것으로 예상되기 때문이다. 이미 트래픽 유지 비용 부담 증가율이 0에 가까운 카카오톡 플랫폼에 채팅창(탭), 친구창(탭) 등에 광고 노출이 시작될 예정이다. 광고 수주 대항수수료(20% 수준)를 제외하면 광고매출액 매출총이익률은 80~85% 이상이다. 광고 매출액 증가는 수익성 개선과 직결 될 수 있다.

2) 웹툰/웹소설 매출액이 국내(카카오페이지)에 이어 일본(픽코마)과 인도네시아(카카오페이지)에서 급증하면서 외형성장과 함께 수익성 개선을 주도할 예정이다. 국내 출시 콘텐츠로 해외 시장에 진출하면 회사 수익 배분 비율이 더 높다. 2019년부터 웹툰/웹소설 부문은 해외 진출 성공으로 인해 규모의 경제 달성이 기대되고 있다.

3) 2018년에만 4~500억원 규모의 영업손실을 발생시켰던 은행송금수수료를 정부가 2020년부터 90% 인하할 계획인 것이 확인되었다.

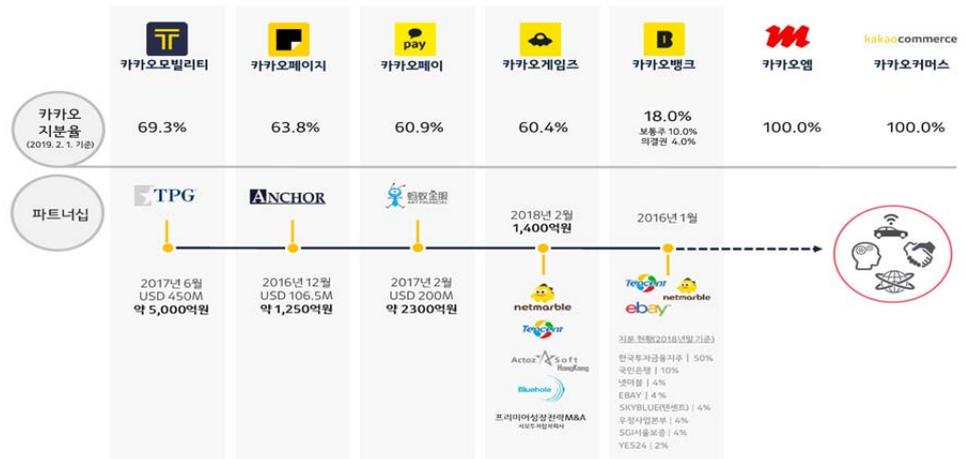
표 1. 카카오 연결매출액 구성

매출 구분	세부 서비스	사업
광 고	포털	다음 PC 포털, 다음 모바일 앱
	카카오톡	#탭, 플러스친구, 브랜드 이모티콘, 충전소, 알림톡, 상담톡, 친구톡, 카카오헤어샵, 주문하기, 장보기, 톡PC 광고
	SNS	카카오톡스토리
	쇼핑	카카오스타일
	기타	캐시프렌즈(카카오페이지), 기타자회사 광고
콘 텐 츠	게임	모바일게임, PC게임, 기타
	뮤직	멜론, 카카오뮤직
	웹툰, 웹소설	카카오페이지, 픽코마, 다음웹툰
기 타	이모티콘 등	카카오톡 B2C 이모티콘
	커머스	카카오톡 선물하기, 카카오톡, 카카오페이, 카카오택시, 카카오택시, 카카오택시
	모빌리티	카카오T(택시, 대리, 주차, 네비)
	핀테크	카카오페이 #카카오뱅크는 전환우선주 포함 18%라 연결대상 아님
	기타	카카오 M(음반유통 등), 기타 자회사

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

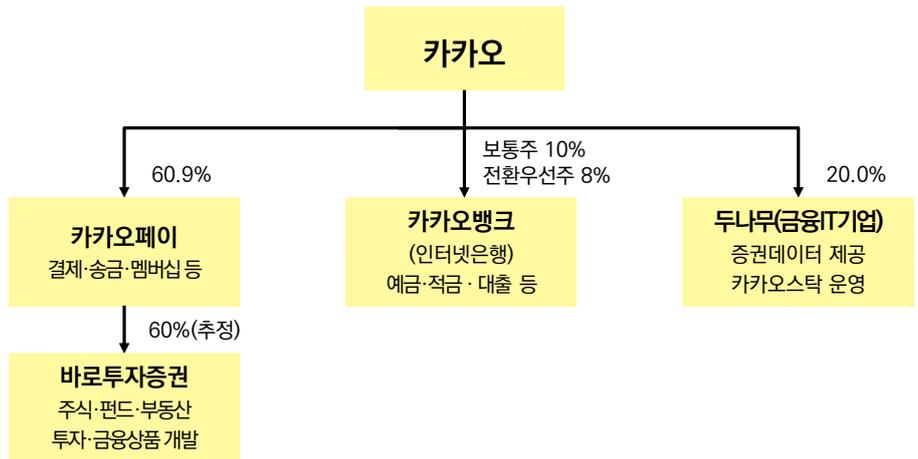
카카오  
외국인은 2013~4년 페북 랠리를 보았다.

그림 1. 카카오 주요 사업부문 분사 & 글로벌 파트너십 확보



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 카카오 금융 관계사 지분 구조(추정)



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

## II. 2분기부터 실적 턴어라운드 시작

### 1. 카톡 채팅창 광고 시작 : 한국 온라인 시장 성장 모멘텀

카카오플랫폼(카카오톡) 광고 매출액은 2018년 52% 성장에 이어 2019년에도 51% 증가하면서 다음모바일과 다음PC 광고의 한 자리수 성장률을 상쇄하고 있다. 광고매출액 중에서 카카오플랫폼이 차지하는 비중이 2018년 36%에서 2019년에는 46%로 높아질 전망이다.

2018년 기준 매출비중이 50%인 콘텐츠부문에서는 기타콘텐츠에서 카카오페이지(웹툰/웹소설)와 픽코마(일본 웹툰/웹소설) 매출액이 2018년 57% 성장에 이어 2019년에도 50% 늘어나면서 게임과 음악부문 성장세를 압도하고 있다. 기타매출 부문은 2018년 커머스가 전년보다 34% 그리고 기타(카카오T/페이/기타 자회사)가 2017년보다 40% 증가했다. 기타매출 비중은 2018년 22%에서 2019년에는 24%로 상승할 전망이다.

동사 실적 개선을 주도할 변수인 카카오톡 채팅창 광고는 2분기부터 시작될 것으로 기대된다. 신규 모바일 DA광고(카톡 채팅창(탭) 디스플레이 광고) 매출액으로 2019년에는 600억원과 2020년에는 1,500억원이 예상(표 5,6참조)된다.

이러한 신규 광고 매출액을 기대하는 것은 1) 카카오플랫폼 광고 매출액이 2018년 시작된 카카오톡 #탭 광고(표 4, 그림 3참조)에 힘입어 2017년과 비교해 840억원이 증가하는 등 카톡 광고 효용성이 증명된 바 있고, 2) 한국 온라인광고 시장 침투율은 2018년 41%로 미국 등 주요국과 비교해 10%p 이상 낮은 수준이고, 3) 경쟁사 Naver의 모바일DA는 성별, 연령, 접속지역, 접속시간 등 낮은 수준의 타겟팅 광고를 일부 상품에 한정해 판매하고 있어, 동사가 준비하고 있는 새로운 타겟팅광고 상품의 경우 폭 넓은 신규 광고주 유입이 기대되고 있다.

표 2. 카카오 분기 및 연간 실적 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>555</b>	<b>589</b>	<b>599</b>	<b>673</b>	<b>671</b>	<b>725</b>	<b>753</b>	<b>822</b>	<b>2,417</b>	<b>2,971</b>	<b>3,591</b>
광고	155	166	167	182	180	200	201	225	670	807	991
콘텐츠	286	303	307	314	321	351	376	403	1,209	1,451	1,652
게임	106	112	99	100	102	112	119	137	417	470	507
음악	126	130	136	140	142	146	150	154	533	592	620
기타콘텐츠	54	61	71	74	77	93	107	111	260	388	525
기타	115	120	126	177	170	174	175	194	537	713	949
<b>영업이익</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>73</b>	<b>146</b>	<b>393</b>
영업이익률	1.9	4.7	5.1	0.6	2.7	4.9	5.7	6.0	3.0	4.9	10.9
<b>순이익</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>7</b>	<b>-29</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>113</b>	<b>289</b>
순이익률	2.6	4.3	1.2	-4.2	3.3	3.3	4.3	4.2	0.7	3.8	8.0
<b>YoY 성장률</b>											
<b>매출액</b>	<b>25.2</b>	<b>25.7</b>	<b>16.3</b>	<b>23.6</b>	<b>20.9</b>	<b>23.1</b>	<b>25.7</b>	<b>22.1</b>	<b>22.5</b>	<b>22.9</b>	<b>20.9</b>
광고	16.0	9.9	10.3	13.9	16.6	20.5	20.5	23.8	12.4	20.5	22.8
콘텐츠	27.7	28.1	17.3	18.2	12.5	15.9	22.8	28.1	22.7	20.0	13.8
게임	31.5	41.9	5.8	12.5	-3.5	0.4	19.7	37.0	21.9	12.8	7.7
음악	14.5	10.4	11.5	8.6	12.7	11.8	10.3	10.0	11.4	11.2	4.6
기타콘텐츠	62.9	57.2	56.7	55.0	43.2	53.1	50.8	50.2	57.4	49.6	35.3
기타	32.7	44.9	22.6	48.4	47.5	44.9	39.6	9.7	37.4	32.6	33.1
<b>영업이익</b>	<b>-72.9</b>	<b>-38.1</b>	<b>-35.2</b>	<b>-87.6</b>	<b>73.0</b>	<b>29.9</b>	<b>39.2</b>	<b>1055.4</b>	<b>-55.8</b>	<b>100.4</b>	<b>168.6</b>
<b>순이익</b>	<b>-73.1</b>	<b>103.8</b>	<b>-81.5</b>	<b>적전</b>	<b>49.1</b>	<b>-6.8</b>	<b>343.6</b>	<b>흑전</b>	<b>-87.3</b>	<b>610.3</b>	<b>155.4</b>

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

카카오  
외국인은 2013~4년 페북 랠리를 보았다.

표 3. 카카오의 2019~2020년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	2,926	3,439	2,971	3,591	1.5	4.4	카카오톡 2분기 매출 발생 등에 따른 가정 변경
영업이익	167	341	146	393	-12.5	15.1	
순이익	126	255	113	289	-10.2	13.3	
영업이익률	5.7	9.9	4.9	10.9	-	-	
순이익률	4.3	7.4	3.8	8.0	-	-	

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 4. 카카오, 광고 부문별 매출(2017~2018)

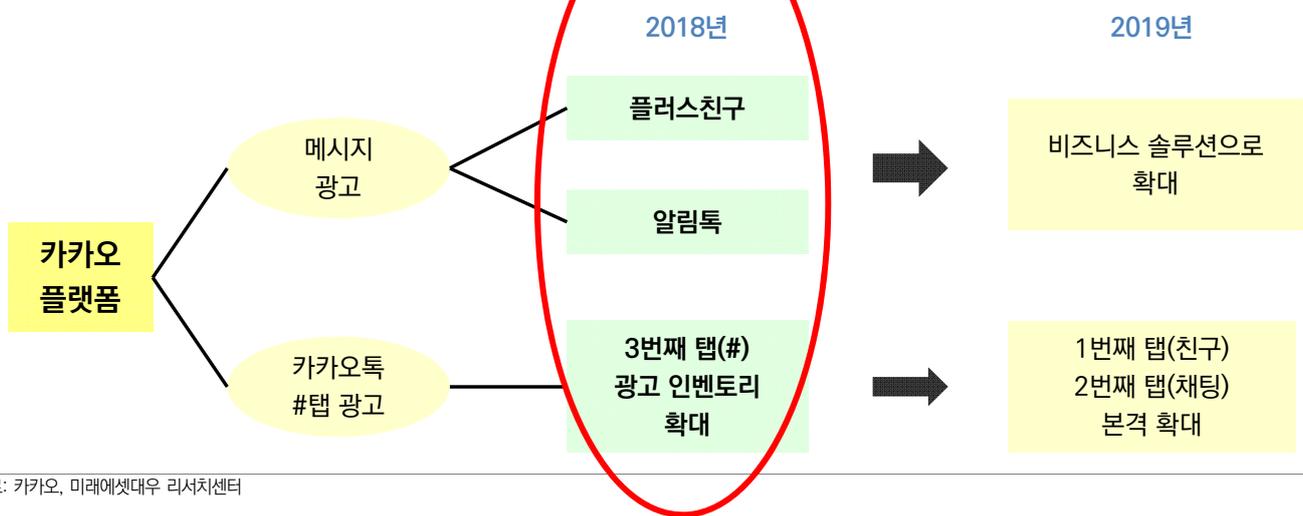
(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018
광고부문 매출	133	151	151	160	155	166	167	182	596	670
카카오플랫폼	31	36	45	48	49	55	69	71	160	244
다음모바일	41	47	44	48	46	48	42	49	180	185
다음PC	61	68	62	64	59	63	57	62	255	241

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

2018년 매출  
**840억원** 증가  
(+52%, YoY)

그림 3. 카카오톡 광고 전개 양상



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

카카오

외국인은 2013~4년 페북 랠리를 보았다.

표 5. 카카오 광고 매출액 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F
매출	155	166	167	182	180	200	201	225	670	807	991	1,336
<b>카카오플랫폼</b>	<b>49</b>	<b>55</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>90</b>	<b>94</b>	<b>114</b>	<b>244</b>	<b>368</b>	<b>549</b>	<b>886</b>
다음모바일	46	48	42	49	49	49	48	50	185	195	203	212
다음PC	59	63	57	62	61	62	60	61	241	244	238	237
비중												
카카오플랫폼	32.0	33.0	41.0	39.0	39.4	44.7	46.5	50.6	36.4	45.6	55.4	66.3
다음모바일	30.0	29.0	25.0	27.0	27.0	24.5	23.6	22.1	27.7	24.2	20.5	15.9
다음PC	38.0	38.0	34.0	34.0	33.6	30.8	29.9	27.3	35.9	30.2	24.1	17.8
YoY 증가율												
매출	16.0	9.9	10.3	13.9	16.5	20.5	20.5	23.8	12.4	20.5	22.8	34.8
<b>카카오플랫폼</b>	<b>61.4</b>	<b>51.1</b>	<b>50.7</b>	<b>48.0</b>	<b>43.5</b>	<b>63.1</b>	<b>36.7</b>	<b>60.6</b>	<b>52.1</b>	<b>51.0</b>	<b>49.2</b>	<b>61.3</b>
다음모바일	12.3	2.8	-4.9	2.5	4.9	1.9	13.7	1.1	3.0	5.1	4.1	4.6
다음PC	-4.2	-7.2	-8.5	-3.2	3.0	-2.4	5.9	-0.5	-5.8	1.4	-2.2	-0.4

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 6. 카카오톡 모바일 신규 DA광고(채팅창(탭), 친구창(탭) 배너 광고) 매출액 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F
<b>NAVER</b>												
총체류시간(억분)	477	478	470	456	460	452	447	442	1,881	1,801	1,716	1,635
모바일DA광고 매출(십억원)	56	62	57	65	56	64	64	71	241	254	267	283
광고 매출/노출시간(원/분) A	1.2	1.3	1.2	1.4	1.2	1.4	1.4	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4
<b>카카오톡</b>												
총체류시간(억분)	693	686	675	686	671	673	671	669	2,740	2,685	2,656	2,623
모바일DA광고 매출(십억원)						19	19	21		60	150	297
광고 매출/노출시간(원/분) B						0.28	0.29	0.32		0.30	0.57	1.13
=B/A(%)						20.0	20.0	20.0		20.0	40.0	80.0

주1: Naver 모바일 광고 매출액 중 전자상거래 관련 부문은 제외

주2: Naver는 CPM과 CPT 광고 상품 혼용 판매, 프론트페이지, 모바일 뉴스 페이지 매출 비중이 높은 특징과 함께 지역, 성별, 연령 등 제한적 타겟팅 변수를 지님

주3: 카카오톡 친구, 대화창 노출 형태와 게재수 미정으로 최대한 보수적인 가정을 대입

주4: 2009년 1분기 기준, 카카오톡은 Naver 모바일앱 대비 순이용자는 1.3배, 이용시간은 1.5배 많은 트래픽 지표 기록 중

주5: 다음PC와 모바일 광고 매출액을 뺀오는 카니발리제이션(cannibalization)은 심각하지 않을 것, 과거 페이스북 모바일 광고, 2018년 동사의 #탭 광고에도 이러한 현상은 없었음

자료: 코리안클릭, NAVER, 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

## 2. 웹툰/웹소설: 글로벌 성장 스토리 진행 중

<표 7>과 같이 카카오페이지 실적 개선이 가파르게 진행되고 있다. 2018년 말 기준 카카오페이지(카카오 지분율 63.8% 연결대상법인) 누적가입자는 2,000만명을, 월평균 순이용자는 550만명을 기록했다. 미래에셋대우 리서치센터 엔터업종 담당 박정엽 연구원은 국내 웹툰/웹소설 시장규모를 2018년 1.06조원에서 2019년에는 1.7조원으로 2020년에는 2.46조원으로 추정하고 있다.

웹툰/웹소설 시장 성장은 모바일 인터넷 발달로 인한 새로운 문화소비 현상인 스낵컬처라는 흐름에 기인하고 있다. 스낵컬처는 스마트폰 발달로 인해 언제 어디서나 간편하게 먹을 수 있는 과자처럼 5~10분의 짧은 시간 안에 소비할 수 있는 문화 콘텐츠를 지칭한다.

웹툰/웹소설이 IP로서 가치 인정을 받고 있는 것은 동사 실적 흐름으로 파악할 수 있다. 카카오페이지는 2017년 거래액이 전년보다 105% 그리고 2018년에는 42.3% 증가했고, 2019년에도 37.3% 늘어날 전망이다. 2018년 매출액과 영업이익은 전년보다 각각 42.3%와 281% 증가한 1,875억원과 126억원을 기록하였다.

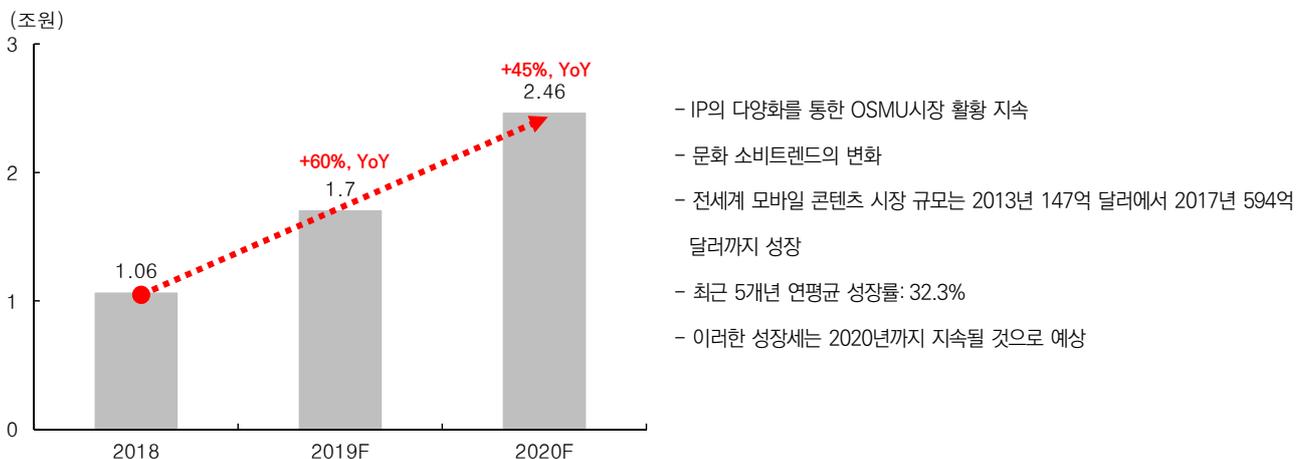
카카오페이지는 IPO를 준비하고 있으며 2019년 수익성 개선이 기대되고 있다. 카카오페이지 2019년 매출액과 영업이익은 전년보다 각각 37.3%, 143.6% 증가한 2,580억원과 310억원으로 전망된다. 영업이익률이 2018년 7%에서 2019년에는 13%로 상승할 전망이다.

카카오재팬이 운영하고 있는 픽코마는 2016년 일본에 출시된 웹툰/웹소설 모바일 서비스이다. 2018년 말 누적 가입자는 1,260만명이고, 월평균 순이용자수 370만명을 기록하였다. 일본에서는 한국의 픽코마, 라인망가(라인), 코미코(NHN)가 앱스토어 북 카테고리 매출 10위권에 랭크되었다.

픽코마는 2019년과 2020년 동사 기타콘텐츠 매출액 증가를 주도할 전망이다. 2018년 픽코마 일본 매출액은 전년보다 170.9% 증가한 520억원이었고, 2019년과 2020년에도 전년보다 각각 70.1%, 50.1% 증가한 880억원과 1,320억원을 기록할 것으로 전망된다.

시장조사기업 Sensor Tower에서 집계된 1분기 픽코마 매출 추이를 참고하면 2019년 1분기 픽코마 매출액은 전년보다 163% 증가한 210억원(그림 6참조)으로 추정되고 있다. 사전집계 매출액이 정확한 데이터는 아니지만 이러한 예측치 추세를 감안할 때 2019년 픽코마 일본 매출액은 예상치를 상회할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 4. 국내 웹 소설 및 웹툰 시장 규모 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터 박정엽 연구원 추정

카카오

외국인은 2013~4년 폐북 랠리를 보았다.

표 7. 카카오페이지 실적전망

(십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	30	64	132	188	258	348
영업이익	-1	1	3	13	31	45
당기순이익	-3	-3	5	-4	22	46
거래액	50	100	150	220	326	484
거래액성장률	250%	112%	105%	42%	37%	35%
매출액/거래액	60%	64%	88%	85%	79%	72%
영업이익률	-2%	1%	3%	7%	12%	13%

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 8. 기타콘텐츠 매출 전망

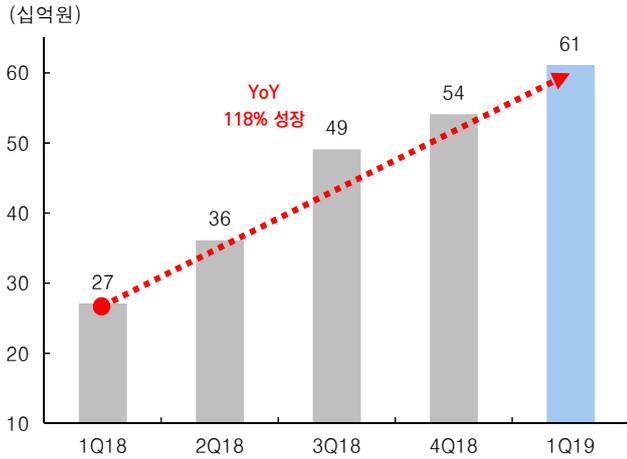
(십억원)

	2017	2018	2019F	2020F
기타콘텐츠 매출	165	260	388	525
<b>카카오페이지</b>	<b>108</b>	<b>167</b>	<b>258</b>	<b>348</b>
픽코마	19	52	88	132
이모티콘 등	37	41	43	45

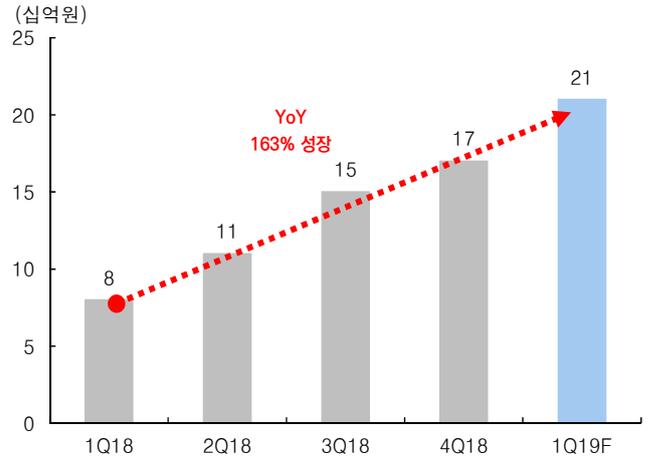
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 5. 라인망가 분기 매출 추이 및 전망

그림 6. 픽코마 분기 매출 추이 및 전망



자료: LINE, SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정



자료: 카카오, SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

### 3. 12월 금융 공동결제망 오픈뱅킹 시작, 2020년 비용 감소

2018년 카카오는 아래의 <그림 7>에서와 같이 Core Biz로 분류되는 광고, 뮤직, 커머스, 게임 등에서는 2,830억원의 영업이익 흑자를 기록했으나 신규 사업 New Biz인 페이, 모빌리티(카카오T), 글로벌(일본, 인도네시아), AI 및 블록체인 등에서는 -2,100억원의 영업 적자를 기록했다.

10억원 이상 영업적자를 기록한 법인은 카카오페이가 -935억원, 카카오재팬이 -381억원, 카카오 모빌리티가 -189억원, PATH Mobile(카카오가 인수한 인도네시아 SNS업체)이 -122억원, 카카오 브레인(AI)이 -80억원 등이 있다.

이 중에서 카카오재팬은 웹툰/웹소설 서비스 모바일앱 픽코마 외형 성장으로 적자 감소를 예상할 수 있다. 카카오페이 2018년 적자는 대부분이 간편결제 마케팅 비용과 이용자간 계좌이체에 따른 송금수수료가 차지했었다.

4/15일 금융위원회는 전 은행권과 모든 핀테크 결제 사업자가 함께 이용할 수 있는 공동결제시스템, '오픈뱅킹'을 2019년 12월에 시행한다고 발표했다. 오픈뱅킹 이용 수수료는 현재 건당 송금수수료인 400~500원의 10분의 1 수준인 40~50원이 될 것으로 보도되었다.

오픈뱅킹 제도가 시행되고 2019년과 2020년 카카오페이 송금 금액 증가분까지 고려할 때, 2020년 카카오페이 송금수수료는 600억원 수준의 감소가 기대된다.

카카오모빌리티 2018년 매출액 550억원의 대부분은 대리기사 서비스 수수료인데 전년대비 성장률은 50%를 기록했다.

카카오모빌리티가 기대했던 카풀서비스는 택시업계 반발로 시작이 지연되었고, 정부 중재안에 따라 카풀서비스는 출퇴근 시간으로 제한되어 시행될 예정이다.

그림 7. 카카오 2018년 재무성과



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 금융위원회, '오픈뱅킹' 시행 계획 발표

## 금융 공동결제망 '오픈뱅킹' 12월 전면 시행

금융 입력 2019-04-15 15:20:36 수정 2019-04-15 20:11:25 이아라 기자 0개

전 은행권과 모든 핀테크 결제사업자가 함께 이용할 수 있는 공동결제시스템, 오픈뱅킹이 오는 12월 본격적으로 시행됩니다.

금융위원회와 금융연구원은 오늘 서울 중구 은행회관에서 개최한 '오픈뱅킹 활성화를 위한 세미나'에서 이 같은 내용의 오픈뱅킹 실무협의회 논의 결과를 공개했습니다.

오픈뱅킹이 구축되면 A은행 계좌를 가진 고객이 B은행 앱이나 C핀테크 앱을 통해, A은행 계좌에 있는 돈으로 결제하거나 송금할 수 있게 됩니다.

앞서 금융위는 지난 2월 25일 오픈뱅킹 도입 등을 골자로 하는 금융결제 인프라 혁신 방안을 발표한 바 있습니다.

금융위 발표 이후 18개 은행과 은행연합회, 금융보안원, 금융결제원은 실무협의회를 구성, 오픈뱅킹 시행 시기와 이용료 등 구체적인 기준을 논의해왔습니다.

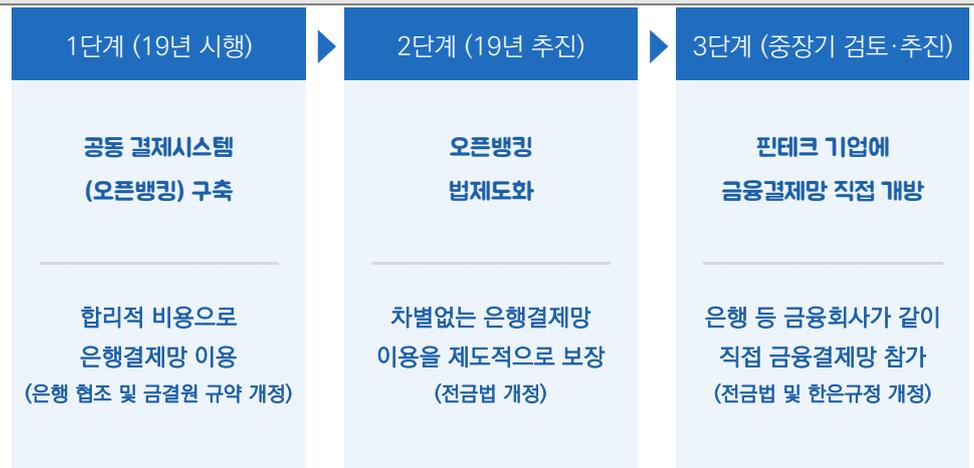
실무협의회는 5~10월 전산 시스템 구축 시험 기간을 거쳐 은행권에서 10월부터 테스트에 들어가기로 했습니다. 12월부터는 모든 핀테크 사업자를 대상으로 전면적으로 실시됩니다.

**오픈뱅킹 이용 수수료는 건당 현행 400~500원의 10분의 1 수준인 40~50원이 될 것으로 보입니다.**

최종구 금융위원장은 오픈뱅킹 정착을 위해 혁신 서비스 개발과 충분한 설비 증설 등 철저한 사전 준비를 당부하면서 "정부도 오픈뱅킹 법 제도를 포함해 금융결제업 개편, 빅데이터 활성화 등 시너지 확대 방안들을 추진하겠다"고 약속했습니다. /이아라기자 ara@sedaily.com

자료: 금융위원회, 서울경제, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 금융결제망 단계적 개방 로드맵



자료: 금융위원회, 미래에셋대우 리서치센터

### III. Valuation

#### 목표주가 기준 13만원에서 17만원으로 상향

동사의 목표주가를 기준 13만원에서 17만원으로 상향 조정하였다. <표 9>에서 처럼 상향된 2020년 매출액 추정치에다 Peer 그룹 기업들의 2020년 평균 PSR을 대입하였다.

부문별로 보면 광고부문 평가액은 약 6조원이고, 게임부문 평가액은 2.2조원, 음악부문 평가액은 약 1.7조원 그리고 기타콘텐츠부문 평가액은 1.6조원, 기타매출액부문 평가액은 약 2.7조원으로 산출되었다.

4/10일 이후에 외국인 매수세가 집중되고 있다. 카카오톡 채팅창 광고가 금번 5월부터 시작되는 뉴스가 보도된 이후이다. 외국인 투자자들의 카톡 채팅창 광고에 대한 기대감이 높다고 해석할 수 있는 것이다.

실제로 외국인 투자자들은 2013~4년에 SNS 페이스북 게시글과 게시글 사이에 노출되는 타케팅 모바일 광고로 인한 어닝서프라이즈와 함께 놀라운 주가 상승 흐름과 고Valuation을 경험(그림 10, 11참조)한 적이 있다.

페이스북 모바일 타케팅 광고는 수익모델이 부재하다고 평가되던 SNS 서비스 기업 가치를 한 단계 상승시키면서 글로벌 온라인광고 시장 침투율을 높이는 계기가 되었다.

기타콘텐츠 매출액부문의 평가액도 상승할 여지가 있다. 기타콘텐츠 매출액부문에서 매출비중이 가장 높은 카카오페이지가 IPO를 준비하고 있다. 카카오페이지 시장 가치가 1.5~2조원으로 평가된다는 보도가 있었고, 주간사로 선정된 증권사의 코멘트로 최대 4조원이 기대된다는 보도도 있었다. 카카오페이지는 웹툰/웹소설의 국내 서비스이고, 일본 서비스는 카카오재팬에서 담당하고 있기에 카카오페이지 가치 분석에 일본 픽코마 가치는 포함되지 않는다.

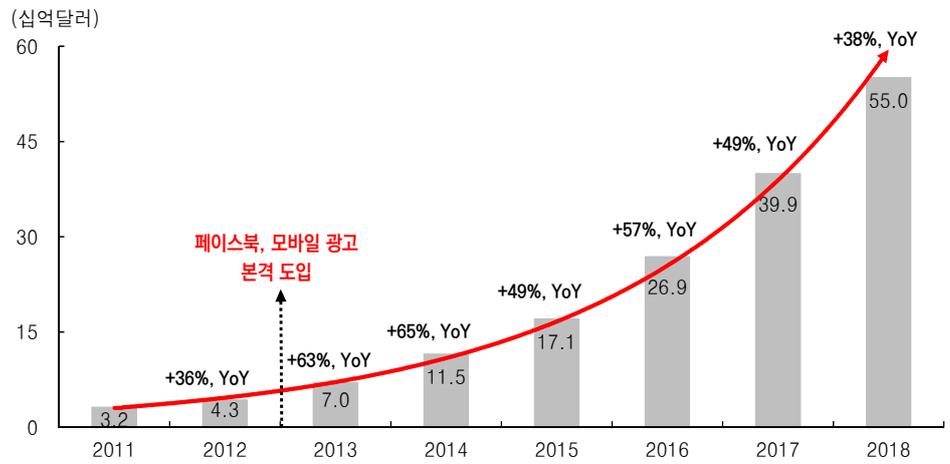
표 9. 카카오 Valuation

(십억원, 원)

평가부문	2018	2019F	2020F	비고
광고부문 매출액	670	807	991	
평가액	4,479	5,414	5,973	Peer기업 Facebook, Google 2020년 평균 PSR 대입, 2019년 카카오톡 광고 매출액 급증 전망, 2013년 Facebook과 같이 밸류에이션 재평가 기대
게임부문 매출액	417	470	507	
평가액	2,551	2,371	2,214	Peer기업 넷마블, 엔씨소프트, 펠어비스 2020년 평균 PSR 대입
음악부문 매출액	533	592	620	
평가액	1,780	1,990	1,686	Peer기업 Spotify 2020년 PSR대입
기타콘텐츠 매출액	260	388	525	
평가액	1,127	1,425	1,624	Peer기업 LINE(LINE망가) 2020년 PSR대입, 카카오페이지 IPO 추진 1.5~2조원(최근 일부 기사에서는 주간사 증권사 코멘트로 최대 4조원으로 보도) 가치로 보도. 이 IPO 가치에는 최근 실적이 급상승 중인 카카오재팬이 운영중인 일본 픽코마 평가액은 제외되어 있음
기타 매출액	537	713	949	
평가액	1,593	2,267	2,685	Peer기업 Amazon, eBay, Naver 2020년 평균 PSR대입, Lyft IPO, Uber IPO 예정으로 모빌리티 Peer 그룹이 나타나고 있지만 동사 카풀 서비스가 축소되고 지연되어 서비스 예정으로 보수적인 관점에서 전자상거래 관련 기업만 Peer 기업으로 대입
평가액 합산	11,529	13,468	14,182	동사의 목표주가 산출을 위해 국내외 경쟁사의 평균 2020년 평균 PSR을 사용
주당가치	138,263	161,508	170,074	동사 사업부들이 성장 초기 국면에 있어 수익성보다 매출액 지표가 타당하다 해석

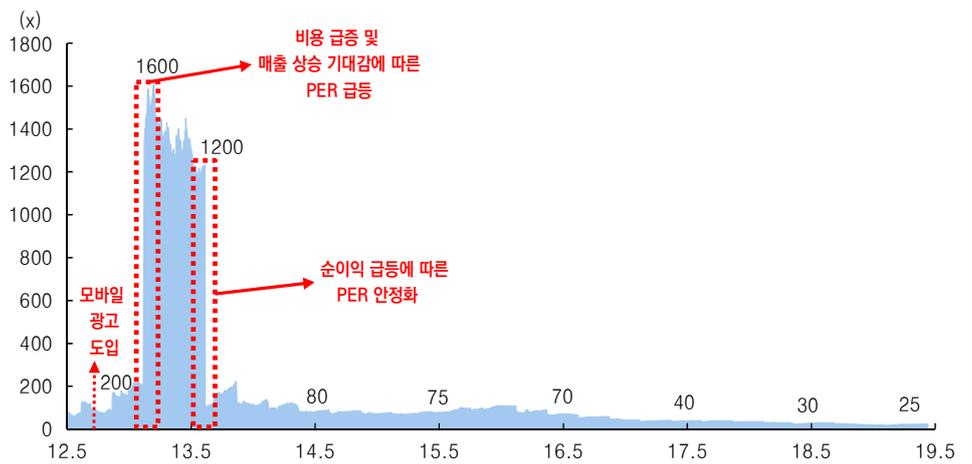
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 10. Facebook 매출액 추이(2011~2018)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. Facebook PER 추이(2012~현재)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

카카오

외국인은 2013~4년 폐북 랠리를 보았다.

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
<b>매출액</b>	<b>2,417</b>	<b>2,971</b>	<b>3,591</b>	<b>4,162</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,417</b>	<b>2,971</b>	<b>3,591</b>	<b>4,162</b>
판매비와관리비	2,344	2,825	3,199	3,613
<b>조정영업이익</b>	<b>73</b>	<b>146</b>	<b>393</b>	<b>548</b>
영업이익	73	146	393	548
<b>비영업손익</b>	<b>58</b>	<b>34</b>	<b>47</b>	<b>66</b>
금융손익	32	43	52	65
관계기업등 투자손익	7	0	0	0
세전계속사업손익	131	180	440	614
계속사업법인세비용	115	67	151	219
계속사업이익	16	113	289	395
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>16</b>	<b>113</b>	<b>289</b>	<b>395</b>
지배주주	48	115	295	403
비지배주주	-32	-2	-6	-8
<b>총포괄이익</b>	<b>24</b>	<b>113</b>	<b>289</b>	<b>395</b>
지배주주	59	129	294	401
비지배주주	-35	-16	-4	-6
EBITDA	208	282	507	646
FCF	394	426	715	778
EBITDA 마진율 (%)	8.6	9.5	14.1	15.5
영업이익률 (%)	3.0	4.9	10.9	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	3.9	8.2	9.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
<b>유동자산</b>	<b>2,859</b>	<b>3,177</b>	<b>3,896</b>	<b>4,677</b>
현금 및 현금성자산	1,247	1,202	1,514	1,920
매출채권 및 기타채권	194	238	288	333
재고자산	36	44	53	62
기타유동자산	1,382	1,693	2,041	2,362
<b>비유동자산</b>	<b>5,101</b>	<b>5,160</b>	<b>5,151</b>	<b>5,152</b>
관계기업투자등	305	375	453	525
유형자산	315	340	282	235
무형자산	3,865	3,804	3,748	3,697
<b>자산총계</b>	<b>7,960</b>	<b>8,337</b>	<b>9,047</b>	<b>9,829</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,039</b>	<b>2,257</b>	<b>2,624</b>	<b>2,962</b>
매입채무 및 기타채무	461	566	685	793
단기금융부채	623	517	521	525
기타유동부채	955	1,174	1,418	1,644
<b>비유동부채</b>	<b>293</b>	<b>350</b>	<b>414</b>	<b>472</b>
장기금융부채	45	45	45	45
기타비유동부채	248	305	369	427
<b>부채총계</b>	<b>2,332</b>	<b>2,607</b>	<b>3,038</b>	<b>3,435</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,137</b>	<b>5,242</b>	<b>5,527</b>	<b>5,920</b>
자본금	42	42	42	42
자본잉여금	4,648	4,648	4,648	4,648
이익잉여금	453	558	844	1,237
<b>비지배주주지분</b>	<b>490</b>	<b>488</b>	<b>482</b>	<b>474</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,627</b>	<b>5,730</b>	<b>6,009</b>	<b>6,394</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>491</b>	<b>526</b>	<b>715</b>	<b>778</b>
당기순이익	16	113	289	395
비현금수익비용가감	148	159	213	250
유형자산감가상각비	68	75	59	46
무형자산상각비	67	61	56	51
기타	13	23	98	153
영업활동으로인한자산및부채의변동	329	277	311	286
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-44	-50	-46
재고자산 감소(증가)	-9	-8	-9	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	154	7	8	7
법인세납부	-141	-67	-151	-219
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,261</b>	<b>-385</b>	<b>-319</b>	<b>-293</b>
유형자산처분(취득)	-85	-100	0	0
무형자산감소(증가)	-45	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-449	-285	-319	-293
기타투자활동	-682	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>891</b>	<b>-117</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-129	-106	4	4
자본의 증가(감소)	1,052	0	0	0
배당금의 지급	-12	-10	-10	-10
기타재무활동	-20	-1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>130</b>	<b>-45</b>	<b>312</b>	<b>407</b>
기초현금	1,117	1,247	1,202	1,514
기말현금	1,247	1,202	1,514	1,920

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

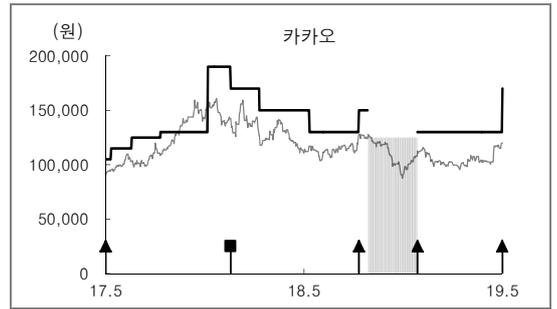
	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	168.0	87.0	33.9	24.8
P/CF (x)	49.1	36.8	19.9	15.5
P/B (x)	1.7	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	35.3	29.9	15.4	11.1
EPS (원)	613	1,380	3,539	4,835
CFPS (원)	2,099	3,262	6,021	7,742
BPS (원)	61,614	62,866	66,284	70,999
DPS (원)	127	127	127	127
배당성향 (%)	63.3	8.9	3.5	2.5
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	22.6	22.9	20.9	15.9
EBITDA증가율 (%)	-29.5	35.6	79.8	27.4
조정영업이익증가율 (%)	-55.8	100.0	169.2	39.4
EPS증가율 (%)	-61.7	125.1	156.4	36.6
매출채권 회전을 (회)	13.0	13.8	13.7	13.4
재고자산 회전을 (회)	84.2	74.4	73.8	72.4
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.2	1.4	3.3	4.2
ROE (%)	1.0	2.2	5.5	7.0
ROIC (%)	0.3	4.1	10.6	15.8
부채비율 (%)	41.4	45.5	50.6	53.7
유동비율 (%)	140.2	140.8	148.5	157.9
순차입금/자기자본 (%)	-30.9	-35.9	-44.2	-52.0
조정영업이익/금융비용 (x)	7.8	18.6	54.5	75.7

**카카오**

외국인은 2013~4년 폐북 랠리를 보았다.

**투자이건 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오(035720)				
2019.05.01	매수	170,000	-	-
2018.11.26	매수	130,000	-19.01	-7.69
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.08.10	매수	150,000	-16.41	-15.00
2018.05.11	Trading Buy	130,000	-12.78	-3.46
2018.02.08	Trading Buy	150,000	-17.01	-5.67
2017.12.17	Trading Buy	170,000	-17.84	-6.18
2017.11.05	매수	190,000	-22.24	-15.26
2017.08.10	매수	130,000	3.60	22.69
2017.06.18	매수	125,000	-16.02	-4.00
2017.05.11	매수	115,000	-12.25	-4.52
2017.04.04	매수	105,000	-14.87	-9.52



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자이건 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(▣)

**투자이건 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

\* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.