



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	155,000 원
현재주가	131,500 원

컨센서스 대비 (2020E OP 기준)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (7/12)	2,086.66pt
시가총액	109,748 억원
발행주식수	83,459 천주
52 주 최고가/최저가	134,000 / 87,600 원
90 일 일평균거래대금	806.78 억원
외국인 지분율	25.4%
배당수익률(19.12E)	0.1%
BPS(19.12E)	69,836 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 7.1%
	6 개월 28.4%
	12 개월 20.6%
주주구성	김범수 외 20 인 29.0%
	Maximo Pte. Ltd 6.7%
	국민연금공단 8.2%

Stock Price

카카오 (035720)

특비즈보드, 카카오뱅크, 카카오페이 동향 주목

2Q19 연결실적 전분기 대비 대폭 개선 전망

2Q19 연결실적은 매출 7,333억원(qoq +3.8%), 영업이익 348억원(qoq +25.6%), 영업이익률 4.7%(qoq +0.8%P)로서 전분기 대비 매출은 3.8% 정도 견조하게 증가하고 영업이익은 25.6% 대폭 증가하며 영업이익률은 0.8%P 개선될 것으로 추정한다.

특비즈보드 5-6월 테스트 서비스 후 7월부터 매출 증가세 가속화

특비즈보드는 5-6월은 테스트 서비스 기간이라 매출은 발생하지만 그 규모는 미미했다. 그러나, 6월말부터 과금 광고주를 대폭 늘리면서 7월부터 매출 증가세도 가속화되고 있다. 대표적인 광고주들로는 쿠팡,마켓컬리,SSG,메리츠화재,뇌세김 등이 있다

올해 광고 매출 yoy 가이드언스 20%는 충분히 달성할 것으로 예상된다. 작년 광고 매출은 6,698원이었는데 플친,알림톡,#탭 등의 호조를 감안하면 기존 광고만으로도 올해 yoy 13-14%는 가능한 상황이므로 yoy 20%를 달성하려면 특비즈보드가 7-12월 6개월 동안 440억원 정도만 달성하면 된다. 이는 일평균 2.4억원 정도에 해당한다. 특비즈보드는 크게 보장형 광고, 성과형 광고 2 가지인데 장기적으로는 CPC 과금인 성과형 광고의 성장잠재력이 더 크나 이는 세분화된 Targeting 광고가 가능해질 때까지 상당기간 빅데이터가 누적되어야 한다. 단기적으로는 보장형 광고의 매출 기여가 클 것으로 예상된다. 보장형 광고의 광고단가는 impression(노출)당 5원이므로 카카오톡의 4,300만 MAU를 감안할 경우 하루 2억원의 매출도 가능하다. 성과형 광고는 세분화된 타게팅을 하지만 보장형 광고는 노출 극대화를 위해 성별, 나이만 타게팅한다.

2H19 카카오뱅크 관련 몇 가지 이벤트 주목

카카오뱅크에 대한 동사 지분율은 현재 18%(전환우선주 포함)인데 은산분리법 개정으로 Max 34%까지 늘릴 수 있게 되었다. 동사는 한투지주로부터 보통주 16%(4,160만주)를 액면가로 취득할 수 있으며 이는 대략 2,080억원 정도의 자금이 소요된다. 이를 위해 19.04.03 금융위에 '지분한도 초과 보유 승인(대주주 적격 승인)과 비슷' 신청을 했으며 원래는 심사 후 60일 이내 승인여부 결과가 나올 예정이었다. 그러나, 대기업집단 편입 관련 김범수회장의 공정거래법 위반 혐의 관련 소송의 1심 승소에 대해 검찰이 항소하며 카카오뱅크의 대주주가 김범수회장의 카카오톡에 대한 법제처 해석을 기다리느라 승인 심사가 중단되었다가 카카오가 카카오뱅크의 대주주라는 법제처 해석이 나옴에 따라 최근 승인 심사가 다시 재개되었다. 따라서, 8월 이내 승인 여부에 대한 결과가 나올 것으로 예상되며 승인은 무난히 통과될 것으로 판단하고 있다.

그리고, 이와는 별도로 2H19 증자 계획도 가지고 있다는 점도 주목할 필요가 있다. 증자 규모, 방법 등은 미정이나 시기는 4Q19일 가능성이 크다고 판단하고 있다.

카카오페이 동향 업데이트

카카오페이는 바로투자증권 인수를 위해 19.04.09 금융위에 '대주주 적격 심사 승인'을 신청했었는데 김범수회장의 소송이 검찰측의 항소로 다시 재개되며 대주주 적격 심사가 잠정 중단된 상황이다. 그리고, 오픈 API 도입에 따른 펌뱅크 수수료 절감, 가상계좌 예치금 한도 상향 등 핀테크 지원안도 정확한 실행시기는 아직 미정이다. 알리페이 오프라인 가맹점의 카카오페이 연동은 한국, 일본 모두 하반기부터 진행될 것으로 예상된다.

2Q19 영업실적 Preview

표1 2Q19 영업실적 Preview

(억원, %)	2Q18	1Q19	2Q19E(종전)	2Q19E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	5,889	7,063	7,173	7,333	24.5	3.8	2.2
플랫폼부문	2,511	3,131	3,285	3,334	32.8	6.5	1.5
특비즈	976	1,269	1,390	1,409	44.3	11.0	1.4
포털비즈	1,284	1,264	1,384	1,312	2.2	3.8	-5.2
신사업	251	598	511	613	144.1	2.5	19.9
콘텐츠부문	3,379	3,932	3,888	4,000	18.4	1.7	2.9
게임 콘텐츠	1,116	940	908	950	-14.9	1.0	4.6
뮤직 콘텐츠	1,305	1,372	1,411	1,408	7.9	2.6	-0.2
유료 콘텐츠	508	746	810	844	65.9	13.0	4.1
IP비즈니스 기타	449	873	759	799	77.8	-8.5	5.2
영업비용	5,613	6,786	6,851	6,986	24.5	2.9	2.0
인건비	1,259	1,601	1,635	1,657	31.6	3.5	1.4
매출연동비	2,608	3,306	3,285	3,359	28.8	1.6	2.2
외주/인프라	737	899	940	942	27.7	4.7	0.2
마케팅비	461	329	373	389	-15.6	18.0	4.2
상각비	339	501	459	488	43.9	-2.6	6.4
기타	209	149	160	151	-27.5	1.8	-5.3
영업이익	276	277	321	348	26.0	25.6	8.1
영업이익률(%)	4.7	3.9	4.5	4.7	Flat	0.8%P ↑	0.2%P ↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2Q19 영업실적 전망치 비교(컨센서스 및 당사 전망치 대비)

(억원, %)	1Q19E(당사 종전)	1Q19E(컨센서스)	1Q19P(사측 발표)	당사 종전전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	7,173	7,355	7,333	2.2	-0.3
영업이익	321	343	348	8.1	1.3
영업이익률(%)	4.5	4.7	4.7	0.2%P ↑	부합

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

표3 카카오 분기 실적전망

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	5,554	5,889	5,993	6,733	7,063	7,333	7,605	8,299	8,174	8,599	8,974	9,713
플랫폼부문	2,323	2,511	2,530	3,030	3,131	3,334	3,401	3,901	3,827	4,064	4,162	4,700
특비즈	885	976	1,071	1,279	1,269	1,409	1,524	1,756	1,766	1,932	2,062	2,324
포털비즈	1,217	1,284	1,155	1,298	1,264	1,312	1,224	1,328	1,299	1,343	1,265	1,362
신사업	220	251	303	453	598	613	653	817	762	788	835	1,014
콘텐츠부문	3,231	3,379	3,463	3,704	3,932	4,000	4,204	4,398	4,347	4,535	4,812	5,014
게임 콘텐츠	1,056	1,116	994	1,003	940	950	946	942	908	949	1,028	1,025
뮤직 콘텐츠	1,263	1,305	1,360	1,401	1,372	1,408	1,452	1,488	1,461	1,495	1,535	1,569
유료 콘텐츠	438	508	605	633	746	844	972	1,013	1,107	1,185	1,310	1,361
IP비즈니스 기타	475	449	504	666	873	799	835	956	872	906	939	1,059
영업비용	5,450	5,613	5,686	6,691	6,786	6,986	7,118	7,845	7,661	7,942	8,135	8,904
인건비	1,273	1,259	1,303	1,583	1,601	1,657	1,685	1,839	1,732	1,779	1,804	1,955
매출연동비	2,507	2,608	2,611	3,069	3,306	3,359	3,415	3,859	3,850	3,956	4,074	4,556
외주/인프라	681	737	847	878	899	942	979	1,028	1,050	1,095	1,134	1,187
마케팅비	483	461	372	557	329	389	388	448	374	447	449	514
상각비	314	339	345	382	501	488	496	509	498	505	511	523
기타	192	209	207	221	149	151	155	162	157	160	163	170
영업이익	104	276	307	43	277	348	487	454	513	657	839	809
영업이익률(%)	1.9	4.7	5.1	0.6	3.9	4.7	6.4	5.5	6.3	7.6	9.3	8.3
순이익	146	225	74	-286	176	237	311	257	313	394	489	428
순이익률(%)	2.6	3.8	1.2	-4.3	2.5	3.2	4.1	3.1	3.8	4.6	5.4	4.4
순이익(지배주주)	139	184	166	-10	275	356	463	391	476	600	745	653
순이익 대비 비중(%)	94.6	81.6	225.3	3.4	156.6	150.0	149.0	152.0	152.2	152.3	152.5	152.6
qoq(%)												
매출액	2.0	6.0	1.8	12.4	4.9	3.8	3.7	9.1	-1.5	5.2	4.4	8.2
영업이익	-70.3	165.2	11.1	-86.0	544.4	25.6	40.3	-6.8	13.0	28.0	27.6	-3.5
순이익(지배주주)	20.2	32.6	-9.4	적전	흑전	29.4	30.0	-15.6	22.0	25.9	24.3	-12.4
yoy(%)												
매출액	25.2	25.7	16.3	23.6	27.2	24.5	26.9	23.3	15.7	17.3	18.0	17.0
영업이익	-72.9	-38.2	-35.3	-87.7	166.0	26.0	59.0	958.0	85.6	89.2	72.0	78.2
순이익(지배주주)	-74.2	62.5	-48.1	적전	98.6	93.8	178.1	흑전	73.2	68.5	61.1	67.1
종전 대비 변경률(%)												
매출액						2.2	2.9	3.4	2.7	2.0	3.0	3.5
영업이익						8.1	4.4	-8.6	11.1	2.1	4.3	-4.5
순이익(지배주주)						5.5	3.3	-7.0	8.0	1.7	3.5	-3.8

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 카카오 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	19,723	24,170	30,301	35,461	41,050
플랫폼부문	8,247	10,393	13,767	16,753	20,003
특비즈	2,581	4,211	5,958	8,084	10,404
포털비즈	5,029	4,954	5,129	5,269	5,412
신사업	637	1,227	2,681	3,399	4,188
콘텐츠부문	11,476	13,777	16,533	18,708	21,046
게임 콘텐츠	3,420	4,170	3,777	3,910	4,072
뮤직 콘텐츠	4,785	5,329	5,720	6,060	6,367
유료 콘텐츠	1,269	2,184	3,574	4,963	6,409
IP비즈니스 기타	2,001	2,095	3,462	3,776	4,198
영업비용	18,069	23,440	28,735	32,642	37,022
인건비	4,203	5,419	6,783	7,271	7,747
매출연동비	8,437	10,795	13,939	16,436	19,398
외주/인프라	2,276	3,144	3,848	4,466	5,090
마케팅비	1,182	1,873	1,554	1,783	2,022
상각비	1,310	1,381	1,995	2,038	2,092
기타	662	829	616	650	674
영업이익	1,654	729	1,566	2,819	4,027
영업이익률(%)	8.4	3.0	5.2	7.9	9.8
순이익	1,251	159	980	1,624	2,258
순이익률(%)	6.3	0.7	3.2	4.6	5.5
순이익(지배주주)	1,086	479	1,484	2,474	3,455
순이익 대비 비중(%)	5.5	2.0	4.9	7.0	8.4
EPS	1,842	191	1,175	1,945	2,706
지배주주 EPS	1,599	574	1,779	2,965	4,140
yoy(%)					
매출액	34.7	22.5	25.4	17.0	15.8
영업이익	42.4	-55.9	114.6	80.0	42.9
순이익(지배주주)	88.3	-55.9	210.0	66.7	39.6
EPS(지배주주)	88.3	-55.9	210.0	66.7	39.6
종전 대비 변경률(%)					
매출액			2.2	2.8	2.9
영업이익			0.3	2.2	-0.8
순이익(지배주주)			0.3	1.8	-0.6
EPS(지배주주)			0.2	1.8	-0.7

주: K-IFRS 연결기준

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 카카오 약식 Valuation Table

구분	20E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	2,913	53.2	155,000	129,267
신규	2,965	52.3	155,000	129,361
변경률(%)	1.8	-1.7	0.0	0.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

카카오 (035720)

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,931	28,590	27,029	31,843	36,007
현금/현금성자산	11,168	12,470	11,123	13,176	14,862
유동금융자산	5,286	11,577	10,326	12,232	13,797
매출채권/기타채권	1,792	1,937	2,379	2,743	3,133
기타	1,685	2,606	3,201	3,692	4,215
비유동자산	43,563	51,006	51,169	51,292	51,474
유무형자산	39,606	41,801	41,284	40,771	40,278
투자자산	3,726	8,484	9,027	9,550	10,104
기타	232	721	858	971	1,092
자산총계	63,494	79,595	78,197	83,135	87,481
유동부채	10,409	20,392	16,836	18,843	20,922
매입채무/기타채무	2,804	4,608	5,426	6,073	6,743
단기이자지급성부채	1,744	6,095	0	0	0
기타	5,861	9,689	11,409	12,770	14,178
비유동부채	8,007	2,932	3,077	3,188	3,297
장기이자지급성부채	6,208	450	450	450	450
기타	1,799	2,482	2,627	2,738	2,847
부채총계	18,416	23,324	19,913	22,031	24,219
지배주주지분	40,291	51,368	52,305	53,828	55,986
자본금	340	417	418	418	418
자본잉여금/기타	35,926	46,417	46,474	46,474	46,474
이익잉여금	4,025	4,534	5,414	6,937	9,095
비지배주주지분	4,787	4,903	5,979	7,276	7,276
자본총계	45,078	56,272	58,285	61,105	63,262

현금흐름표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	3,719	4,915	5,580	6,138	5,545
영업 창출 현금	3,623	6,080	6,285	7,457	7,461
당기순이익	1,251	159	980	1,624	2,258
조정사항	2,092	2,628	3,277	4,279	3,628
상각비	1,310	1,381	1,995	2,038	2,092
법인세비용	282	1,148	1,028	1,751	2,454
이자비용	113	94	82	71	62
이자수익	-146	-418	-369	-433	-500
기타	534	424	541	852	-480
자산, 부채 증감	280	3,293	2,027	1,555	1,574
법인세, 이자, 배당금	96	-1,166	-705	-1,319	-1,916
투자활동 현금	-3,547	-12,607	-792	-3,984	-3,758
유동금융자산 증감	-2,180	-7,991	1,251	-1,906	-1,565
유무형자산 증감	-1,001	-1,306	-1,478	-1,524	-1,600
투자/기타자산 증감	-366	-3,310	-564	-554	-594
재무활동 현금	4,676	8,905	-6,135	-101	-101
차입금/사채 증감	-2,020	-1,361	-6,095	0	0
자기주식/유상증자	32	10,546	60	0	0
현금배당	-160	-120	-101	-101	-101
기타	6,825	-159	0	0	0
총현금흐름	4,849	1,213	-1,347	2,053	1,686
기초 현금/현금성자산	6,416	11,168	12,470	11,123	13,176
외화 현금 환율변동	-97	90	0	0	0
기말 현금/현금성자산	11,168	12,470	11,123	13,176	14,862

자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	19,723	24,170	30,301	35,461	41,050
영업비용	18,069	23,440	28,735	32,642	37,022
영업이익	1,654	729	1,566	2,819	4,027
EBITDA	2,952	2,080	3,564	4,857	6,120
영업외손익	-121	577	443	555	685
기타수익	362	745	344	373	402
기타비용	906	858	578	548	543
금융수익	789	1,125	723	783	894
금융비용	457	501	165	158	154
지분법손익	90	67	120	106	86
세전이익	1,533	1,307	2,009	3,374	4,712
법인세비용	282	1,148	1,028	1,751	2,454
계속사업이익	1,251	159	980	1,624	2,258
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,251	159	980	1,624	2,258
지배주주순이익	1,086	479	1,484	2,474	3,455
총포괄이익	1,191	242	956	1,583	2,202
Profitability(%)					
영업이익률	8.4	3.0	5.2	7.9	9.8
EBITDA Margin	15.0	8.6	11.8	13.7	14.9
당기순이익률	6.3	0.7	3.2	4.6	5.5
ROA	2.1	0.2	1.2	2.0	2.6
ROE	3.0	0.3	1.7	2.7	3.6
ROIC	10.5	-1.0	3.3	5.9	7.4

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation (배)					
P/E	74.4	540.6	111.9	67.6	48.6
P/B	2.1	1.5	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	28.6	32.9	24.9	17.5	13.3
P/CF	27.0	53.0	30.9	23.9	27.6
Per Share Data (원)					
EPS	1,842	191	1,175	1,945	2,706
BPS	66,392	67,482	69,836	73,215	75,801
CPS	5,066	1,945	4,257	5,491	4,758
DPS	148	121	120	120	120
Growth (%)					
매출액	34.7	22.5	25.4	17.0	15.8
영업이익	42.4	-55.9	114.6	80.0	42.9
EPS	90.3	-89.7	516.5	65.6	39.1
총자산	15.8	25.4	-1.8	6.3	5.2
자기자본	21.7	24.8	3.6	4.8	3.5
Stability (% 배, 억원)					
부채비율	40.9	41.4	34.2	36.1	38.3
유동비율	191.5	140.2	160.5	169.0	172.1
자기자본비율	21.7	24.8	3.6	4.8	3.5
영업이익/금융비용(x)	14.7	7.8	19.1	39.6	64.4
이자보상배율(x)	14.6	15.0	25.4	48.4	76.4
총차입금	7,952	6,545	450	450	450
순차입금	-8,502	-17,502	-20,999	-24,958	-28,209

카카오 목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

240,000

200,000

160,000

120,000

80,000

40,000

0

17/7

18/1

18/7

19/1

19/7

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴락율(%)		
			최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비
2016.08.12	Buy	120,000원	-25.4		-31.2						
2016.09.29	Buy	100,000원	-14.5		-20.9						
2017.02.10	Buy	115,000원	-4.5		-21.8						
2017.06.12	Buy	150,000원	-9.7		-26.0						
2017.09.18	Buy	165,000원	-3.3		-10.7						
2017.11.13	Buy	190,000원	-15.3		-25.3						
2018.02.12	Buy	160,000원	-11.6		-25.6						
2018.10.16	Buy	135,000원	-4.8		-22.3						
2019.05.10	Buy	155,000원									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성총화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)