

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 185,000원
현재주가(19/11/07)	151,000원
상승여력	23%

영업이익(19F,십억원)	208
Consensus 영업이익(19F,십억원)	177
EPS 성장률(19F,%)	226.0
MKT EPS 성장률(19F,%)	-31.6
P/E(19F,x)	75.6
MKT P/E(19F,x)	14.3
KOSPI	2,144.29

시가총액(십억원)	12,664
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	66.1
외국인 보유비중(%)	29.9
베타(12M) 일간수익률	0.06
52주 최저가(원)	95,600
52주 최고가(원)	151,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.3	18.4	57.9
상대주가	5.9	20.2	53.1



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

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

카카오 (035720)

4분기 진짜 실력을 보여줄 시점

3분기 실적 당사 예상치 소폭 상회

3분기에 역대 최대 외형 규모를 기록하면서 매출액과 영업이익은 전년보다 각각 31%, 93% 증가한 7,832억원과 591억원을 기록했다. 당사 전망치인 매출액과 영업이익 7,600억원과 580억원을 상회하였다.

카카오톡 비즈보드(카톡 채팅탭 광고) 신규 매출액이 본격 계상되고 음악, 페이지 등 유료콘텐츠 판매 호조세 지속, 모빌리티,페이 등 신사업부문의 매출 증가세로 실적이 개선되는 모습이었다. 전반적인 광고 상품 판매가 증가한 특비즈부문이 전년보다 52% 증가하면서 성장을 주도했다.

3분기 영업이익률은 7.5%로 2017년 3분기 이후에 가장 높은 수준을 기록했다. 추석 상여금, 연차 수당지급 등으로 인건비가 전분기보다 150억원 정도 증가하는 등 여전히 절대적인 비용규모는 늘고 있지만, 활발하게 진행되고 있는 신규 사업 투자에도 불구하고 3분기부터 수익구조가 안정화된 것으로 평가된다.

여러 긍정적인 지표들도 실적 발표에서 확인되었다. IPO를 계획하고 있는 웹툰 서비스, 카카오페이지와 일본 픽코마의 거래액 증가세가 3분기에 관찰되었는데, 3분기까지 누적 웹툰거래액이 이미 작년 연간 거래액의 160% 수준에 도달하였다. 오픈뱅킹 영향으로 2020년 초부터 최대 비용 요인 중 하나인 송금수수료가 급감할 것으로 기대된다. 카카오페이 거래액은 3분기 12.9조원으로 증가했다.

4분기 모빌리티, 금융 등 신규 사업 구체화

4분기 수익성 높은 카카오톡 비즈보드 매출액이 급증하면서 영업이익률이 큰 폭으로 개선될 전망이다. 예상되는 4분기 영업이익은 800억원으로 전년동기보다 1,768% 증가할 전망이다. 4분기 매출액은 전년보다 28.6% 증가한 8,660억원으로 예상된다.

4분기에는 카카오톡블루, 카카오톡벤티 등 새로운 모빌리티서비스, 전세보험과 같은 카카오페이 간편보험 등 그간 준비했던 중요한 신규 사업들도 본격화될 것으로 기대된다.

목표주가 기존 17.7만원에서 18.5만원으로 상향

긍정적인 변수들이 확인된 3분기 실적발표로 2019년과 2020년 매출액 전망치를 기존보다 각각 0.7%, 1.9%, 순이익도 각각 7.1%, 4.0% 상향했다. 카톡 채팅탭 광고 등 관련 비즈니스에 대한 2020년 기대치를 높였기 때문이다.

‘매수’ 투자 의견을 유지하고 목표주가는 기존 17.7만원에서 18.5만원으로 상향 조정하였다. 카카오 목표주가는 <표 3>과 같이 사업부별 매출액에 Peer 그룹 평균 PSR을 대입하여 구한 사업부별 가치를 합산한 SOTP 방식으로 산출하였다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	1,464	1,972	2,417	3,088	3,868	4,611
영업이익 (십억원)	116	165	73	208	495	628
영업이익률 (%)	7.9	8.4	3.0	6.7	12.8	13.6
순이익 (십억원)	58	109	48	168	369	421
EPS (원)	874	1,602	613	1,998	4,290	4,894
ROE (%)	1.9	2.9	1.0	3.2	6.7	7.2
P/E (배)	88.1	85.5	168.0	75.6	35.2	30.9
P/B (배)	1.5	2.3	1.7	2.5	2.3	2.1
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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	555	589	599	673	706	733	783	866	2,417	3,088	3,868
플랫폼부문	232	251	253	303	313	327	351	395	1,039	1,386	1,822
특비즈	89	98	107	128	127	139	162	173	421	601	891
포털비즈	122	128	116	130	126	137	126	139	495	528	561
신사업	22	25	30	45	60	51	62	84	123	257	370
콘텐츠부문	323	338	346	370	393	406	432	470	1,378	1,702	2,046
게임 콘텐츠	106	112	99	100	94	98	99	116	417	407	425
뮤직 콘텐츠	126	130	136	140	137	145	151	151	533	584	611
유료 콘텐츠	44	51	60	63	75	82	92	97	218	345	480
IP비즈니스 기타	48	45	50	67	87	82	90	106	209	365	529
영업이익	10	28	31	4	28	40	59	80	73	208	495
영업이익률	1.9	4.7	5.1	0.6	3.9	5.5	7.5	9.3	3.0	6.7	12.8
순이익	15	22	7	-29	18	31	51	64	16	164	362
순이익률	2.6	3.8	1.2	-4.3	2.5	4.2	6.6	7.4	0.7	5.3	9.4
YoY 성장률											
매출액	25.2	25.7	16.3	23.6	27.2	24.5	30.7	28.5	22.5	27.8	25.3
플랫폼부문	29.5	22.9	21.1	30.5	34.8	30.2	38.6	30.5	26.0	33.4	31.5
특비즈	78.5	73.7	51.8	56.4	43.3	42.4	51.6	35.3	63.2	42.8	48.2
포털비즈	3.9	-2.1	-6.2	-1.2	3.9	6.7	9.1	7.0	-1.5	6.6	6.3
신사업	73.9	49.0	100.7	137.6	171.6	103.0	105.3	84.4	92.7	109.0	44.2
콘텐츠부문	22.2	27.9	13.0	18.5	21.7	20.2	24.9	26.9	20.0	23.5	20.2
게임 콘텐츠	31.5	41.9	5.8	12.5	-10.9	-11.9	-0.4	15.2	21.9	-2.4	4.3
뮤직 콘텐츠	14.5	11.4	11.4	8.6	8.7	10.8	11.4	7.8	11.3	9.7	4.6
유료 콘텐츠	77.4	75.2	69.0	69.1	70.6	60.3	52.0	53.8	72.1	58.2	39.1
IP비즈니스 기타	-3.3	13.8	-7.9	17.2	83.7	81.8	78.7	59.3	4.7	74.3	45.0
영업이익	-72.9	-38.1	-35.2	-87.6	166.5	46.6	92.7	1768.0	-55.8	184.8	138.3
순이익	-73.1	79.9	-81.5	적전	19.9	37.8	596.8	흑전	-87.3	932.7	120.9

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 2. 카카오의 2019~2020년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	3,068	3,796	3,088	3,868	0.7	1.9	
영업이익	208	483	208	495	-0.1	2.4	
순이익	153	349	164	362	7.1	4.0	
영업이익률	6.8	12.7	6.7	12.8	-	-	
순이익률	5.0	9.2	5.3	9.4	-	-	

자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 3. Valuation

(십억원, 원)

평가부문	2,018	2019F	2020F	비고
광고부문 매출액	670	877	1,103	Peer기업 Facebook, Google 2020년 평균 PSR 대입, 2019년 카카오톡 광고 매출액 급증 전망, 2013년 Facebook과 같이 밸류에이션 재평가 기대
평가액	4,479	5,885	6,892	
게임부문 매출액	417	407	425	Peer기업 넷마블, 엔씨소프트, 펠어비스 2020년 평균 PSR 대입
평가액	2,551	2,051	1,855	
음악부문 매출액	533	584	611	Peer기업 Spotify 2020년 PSR대입
평가액	1,780	1,963	1,663	
기타콘텐츠 매출액	260	388	525	Peer기업 LINE(LINE망가) 2020년 PSR대입, 카카오페이지 IPO 추진 1.5~2조원 가치로 보도되었지만 이경우 최근 실적이 급상승 중인 일본 피코마(카카오페이) 가치는 제외
평가액	1,127	1,425	1,624	
기타 매출액	537	831	1,204	카카오뱅크 2021년 IPO 추진 중이나 추가 지분 인수 중으로 이는 미반영 Peer기업 Amazon, eBay, Naver 2020년 평균 PSR대입
평가액	1,593	2,643	3,406	
평가액 합산	11,529	13,969	15,440	동사의 목표주가 산출을 위해 국내외 경쟁사의 평균 PSR을 사용
주당가치			185,000	동사 사업부들이 성장 초기 국면에 있어 수익성 보다 매출액 지표가 타당하다 해석

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	2,417	3,088	3,868	4,611
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,417	3,088	3,868	4,611
판매비와관리비	2,344	2,880	3,373	3,984
조정영업이익	73	208	495	628
영업이익	73	208	495	628
비영업손익	58	77	67	48
금융손익	32	44	55	70
관계기업등 투자손익	7	0	0	0
세전계속사업손익	131	285	562	676
계속사업법인세비용	115	121	200	263
계속사업이익	16	164	362	413
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	16	164	362	413
지배주주	48	168	369	421
비지배주주	-32	-3	-7	-8
총포괄이익	24	164	362	413
지배주주	59	188	367	419
비지배주주	-35	-24	-5	-6
EBITDA	208	344	610	725
FCF	394	537	868	882
EBITDA 마진율 (%)	8.6	11.1	15.8	15.7
영업이익률 (%)	3.0	6.7	12.8	13.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	5.4	9.5	9.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	2,859	3,291	4,165	5,054
현금 및 현금성자산	1,247	1,238	1,601	2,002
매출채권 및 기타채권	194	247	310	370
재고자산	36	46	57	68
기타유동자산	1,382	1,760	2,197	2,614
비유동자산	5,101	5,180	5,199	5,229
관계기업투자등	305	390	488	582
유형자산	315	340	282	235
무형자산	3,865	3,804	3,748	3,697
자산총계	7,960	8,470	9,364	10,283
유동부채	2,039	2,327	2,789	3,229
매입채무 및 기타채무	461	589	738	879
단기금융부채	623	518	523	527
기타유동부채	955	1,220	1,528	1,823
비유동부채	293	362	442	519
장기금융부채	45	45	45	45
기타비유동부채	248	317	397	474
부채총계	2,332	2,689	3,231	3,747
지배주주지분	5,137	5,295	5,653	6,065
자본금	42	42	42	42
자본잉여금	4,648	4,648	4,648	4,648
이익잉여금	453	611	970	1,381
비지배주주지분	490	487	480	471
자본총계	5,627	5,782	6,133	6,536

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	491	637	868	882
당기순이익	16	164	362	413
비현금수익비용가감	148	212	259	290
유형자산감가상각비	68	75	59	46
무형자산상각비	67	61	56	51
기타	13	76	144	193
영업활동으로인한자산및부채의변동	329	336	391	372
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-54	-63	-60
재고자산 감소(증가)	-9	-10	-12	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	154	8	9	9
법인세납부	-141	-121	-200	-263
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,261	-445	-401	-382
유형자산처분(취득)	-85	-100	0	0
무형자산감소(증가)	-45	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-449	-345	-401	-382
기타투자활동	-682	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	891	-116	-5	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-129	-106	5	5
자본의 증가(감소)	1,052	0	0	0
배당금의 지급	-12	-10	-10	-10
기타재무활동	-20	0	0	-1
현금의 증가	130	-9	363	401
기초현금	1,117	1,247	1,238	1,601
기말현금	1,247	1,238	1,601	2,002

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	168.0	75.6	35.2	30.9
P/CF (x)	49.1	33.7	20.9	18.5
P/B (x)	1.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	35.3	32.0	16.9	13.1
EPS (원)	613	1,998	4,290	4,894
CFPS (원)	2,099	4,486	7,209	8,166
BPS (원)	61,614	61,524	65,693	70,467
DPS (원)	127	127	127	127
배당성향 (%)	63.3	6.3	2.9	2.5
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	22.6	27.8	25.3	19.2
EBITDA증가율 (%)	-29.5	65.4	77.3	18.9
조정영업이익증가율 (%)	-55.8	184.9	138.0	26.9
EPS증가율 (%)	-61.7	225.9	114.7	14.1
매출채권 회전을 (회)	13.0	14.0	13.9	13.6
재고자산 회전을 (회)	84.2	75.7	75.0	73.4
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.2	2.0	4.1	4.2
ROE (%)	1.0	3.2	6.7	7.2
ROIC (%)	0.3	5.2	13.5	18.6
부채비율 (%)	41.4	46.5	52.7	57.3
유동비율 (%)	140.2	141.4	149.4	156.5
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-	-
조정영업이익/금융비용 (x)	7.8	26.4	68.6	86.3

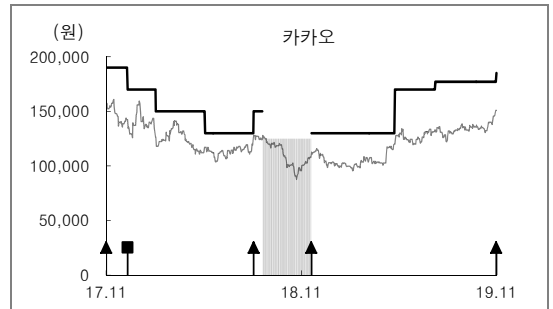
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

카카오

4분기 진짜 실력을 보여줄 시점

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오(035720)				
2019.11.07	매수	185,000	-	-
2019.07.16	매수	177,000	-24.16	-14.69
2019.05.01	매수	170,000	-25.40	-21.18
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



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

투자의견 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 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.57%	9.88%	5.55%	0.00%

* 2019년 9월 30일 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.