

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

## 카카오 (035720KS | Buy 유지 | TP 160,000원 상향)

### 광고 부문의 성장폭 확대와 자회사의 기업가치 증가

올해 카카오톡 채팅목록 탭에 배너광고가 신규로 추가되면서 동사의 광고 부문의 외형성장폭이 확대될 것으로 예상됩니다. 또한 영화와 드라마 등의 VOD 영역까지 서비스를 확대한 카카오페이지가 견조한 성장세를 나타내면서 자회사의 지분가치 상승이 나타날 전망입니다.

#### 1Q19 영업이익 171억원(+64% YoY) 예상

- 1분기 매출액 6,445억원(+16% YoY), 영업이익 171억원(+64% YoY) 기록할 전망. 커머스 및 광고부문이 외형성장 견인할 것으로 예상. 카카오메이커스와 선물하기의 견조한 성장 지속되며 기타 매출 1,510억원(+31% YoY) 예상. 광고매출은 신한카드 등 파트너수 증가에 의한 알림톡 매출호조와 샵탭의 인벤토리 확대로 1,768억원(+14% YoY) 예상. 다만 신사업 확장에 따른 인건비 증가 효과로 영업이익은 컨센서스(OP 200억원) 하회할 전망.

#### 카카오플랫폼 광고의 고성장과 자회사의 기업가치 확대

- 올해 카카오톡 채팅목록 탭 배너광고가 신규로 추가되면서 광고매출의 연평균성장률(CAGR)은 과거 12%에서 향후 16%(18~20년) 수준까지 증가할 전망. CPM 5,000원과 DAU당 일평균 노출수 2회 가정시, 카카오톡 채팅목록 탭 배너광고의 분기 매출은 약 239억원 수준으로 추정. 이로써 전체 광고매출내 카카오플랫폼 비중은 '18년 36%에서 '20년 55% 수준까지 확대될 전망.
- 웹툰과 웹소설 기반에서 영화 및 드라마 등의 VOD 영역까지 서비스를 확대하면서 작년 카카오페이지의 연간 GMV는 2,200억원(+50% YoY) 기록하며 고성장. 작년엔 영업이익 126억원을 시현하며 이익도 빠르게 증가하면서 기업가치도 확대될 것으로 전망.

#### 투자이건 Buy(유지), 목표주가 160,000원으로 상향

- 광고부문의 영업가치 상승과 카카오페이지에 대한 기업가치 증가를 반영해 목표주가를 160,000원으로 상향. 카카오톡 메신저 가치 2.9조원(라인 및 스냅의 MAU당 기업가치 평균 58,528원, 카카오톡 MAU 5,020만명 적용), 카카오페이지 기업가치 1.5조원('19년 EBITDA 169억원, EV/EBITDA 9배, 순차입금 100억원 가정) 반영.



**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	1,972	2,417	2,820	3,256	3,730
영업이익	(십억원)	165	73	144	260	323
영업이익률	(%)	8.4	3.0	5.1	8.0	8.7
지배주주순이익	(십억원)	109	48	87	146	200
EPS	(원)	1,602	613	1,044	1,752	2,402
증감률	(%)	83.4	-61.7	70.3	67.8	37.1
PER	(배)	85.5	575.4	122.6	73.1	53.3
PBR	(배)	2.3	1.7	2.0	2.0	1.9
ROE	(%)	3.1	0.3	1.7	2.9	3.8
EV/EBITDA	(배)	29.9	35.4	36.5	23.9	19.5
순차입금	(십억원)	-902	-1,712	-2,270	-2,525	-2,852
부채비율	(%)	42.3	41.4	42.1	45.7	48.2

CAPE

# I. Valuation

## 광고부문의 영업가치 및 카카오페이지 기업가치 확대

광고부문의 영업가치 상승과 카카오페이지에 대한 기업가치 증가를 반영해 목표주가를 160,000원으로 상향한다. 카카오톡 메신저의 가치는 라인과 스냅의 MAU당 기업가치 평균인 58,528원과 카카오톡 MAU 5,020만명을 적용하면서 2.9조원으로 상향했다.

한편 '19년 EBITDA 169억원, EV/EBITDA 9배(스튜디오드래곤의 12m fwd EV/EBITDA 13배 대비 30% 할인), 순차입금 100억원을 가정해 카카오페이지의 기업가치도 1.5조원으로 상향했다.

### 카카오 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, %)

구분	Value	추정치	Multiple	지분율	할인율	비고
다음포털	1,805	401	18x	-	-	12m fwd 매출액, 순이익률 25%, 글로벌 Peers 평균 P/E 적용
카카오톡 메신저	2,939	47	50.2	-	-	라인 및 스냅의 MAU 당 기업가치 평균 적용
카카오 M	2,734	78	35x	-	-	12m fwd 순이익, 과거 3년 historical P/E 평균 적용
카카오게임즈	612	1,266	16x	60%	20%	12m fwd 순이익, 국내 게임사 평균 P/E
카카오뱅크	737	2,711	-	34%	20%	RIM(잔여이익모델)에 의한 적정가치 산정
카카오모빌리티	904	1,630	-	69%	20%	카카오모빌리티 외부 투자유치 평가액
카카오페이지	696	1,511	9x	58%	20%	19E EBITDA 169억원, EV/EBITDA 9배, 순차입금 100억원 가정
카카오페이	633	1,300	-	61%	20%	토스의 외부 투자유치 평가액 적용
EV	11,060					영업가치 + 자회사 지분가치
순차입금	-1,961					
NAV	13,022					EV - 순차입금
주식수(백만주)	83					
주당 NAV	156,138					NAV/주식수
목표주가	160,000					
현재가	128,000					
% upside	25.0					

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

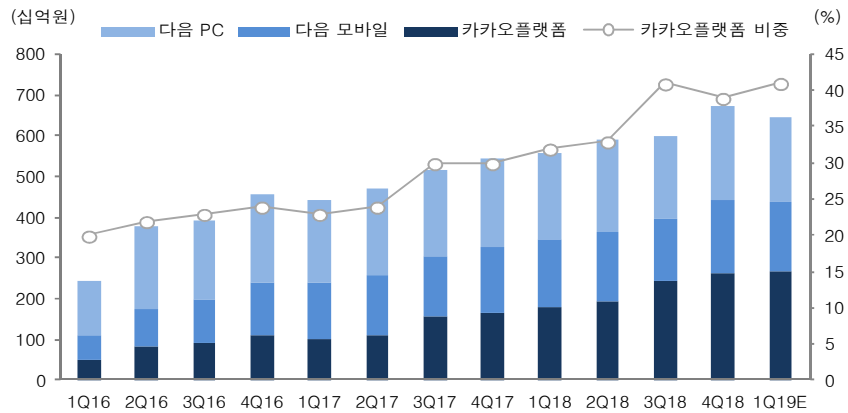
## II. 투자포인트

### 1. 카카오플랫폼 광고 부문의 고성장

알림톡 서비스의 호조세와 오토뷰를 포함한 샵탭의 인벤토리 확대로 카카오플랫폼 광고의 견조한 성장세가 지속되는 가운데 올해 카카오톡 채팅목록 탭 배너광고가 신규로 추가되면서 광고부문의 외형성장이 확대될 것으로 전망한다. 이로써 광고매출의 연평균성장률(CAGR)은 과거 12%(16~18년)에서 향후 16%(18~20년) 수준까지 증가할 것으로 예상된다.

CPM 5,000원과 DAU당 일평균 노출수 2회 가정시, 카카오톡 채팅목록 탭 배너광고의 분기 매출은 약 239억원 수준으로 추정된다. 알림톡과 샵탭의 광고매출 증가가 지속되는 가운데 채팅목록 탭 배너광고까지 추가되면서 전체 광고매출에서 카카오플랫폼이 차지하는 비중은 '18년 36%에서 '19년 46%, '20년 55% 수준까지 확대될 전망이다.

분기별 광고 매출 및 카카오플랫폼 비중 추이



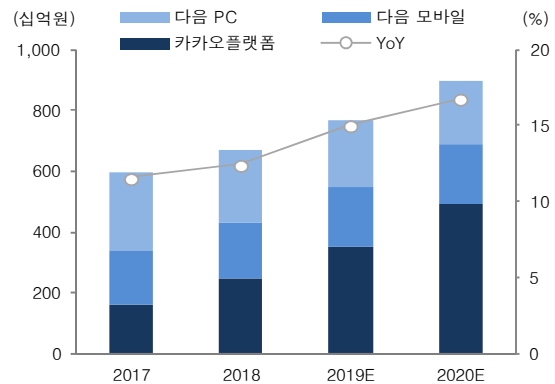
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

카카오톡 채팅목록 탭 배너광고의 분기매출 추정

	CPM 3,000 원	CPM 5,000 원	CPM 7,000 원
<b>base case</b>			
DAU 당 일평균 노출 2회	14,310	23,850	33,390
<b>bull case</b>			
DAU 당 일평균 노출 3회	21,465	35,775	50,085
<b>bear case</b>			
DAU 당 일평균 노출 1회	7,155	11,925	16,695

자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 광고 매출 추이

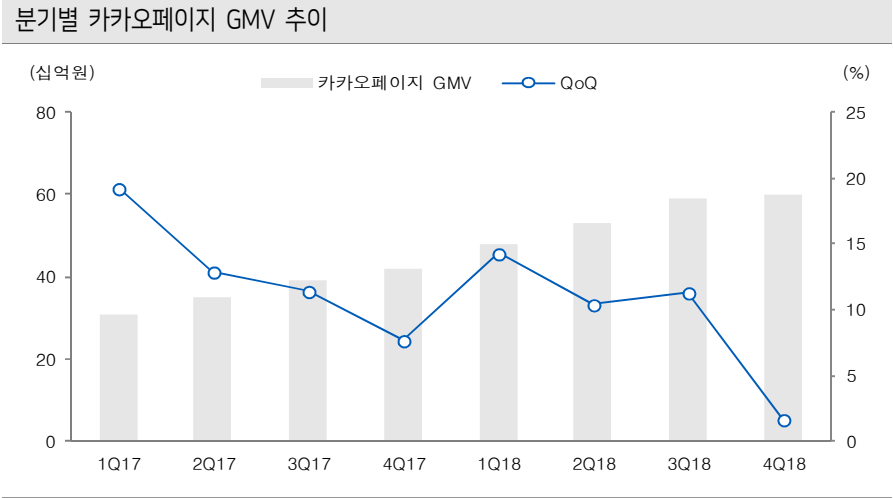


자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

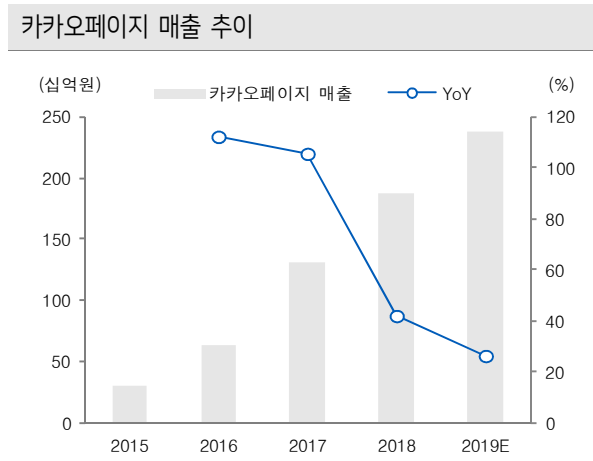
## 2. 카카오페이지의 기업가치 확대

한편 카카오페이지의 GMV(총거래액, Gross Merchandise Value)가 꾸준히 증가하는 가운데 실적도 급성장하면서 상장을 앞두고 기업가치가 빠르게 확대될 것으로 전망한다. 기존의 웹툰과 웹소설 기반에서 영화 및 드라마 등의 VOD 영역까지 서비스를 확대하면서 작년 카카오페이지의 연간 GMV는 2,200억원(+50% YoY)을 기록하며 고성장이었다.

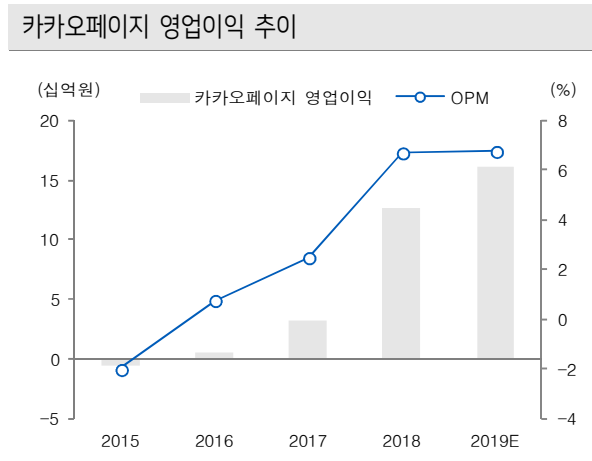
카카오페이지의 매출은 '15~'18년동안 연평균 84% 수준의 고성장을 나타냈고 작년엔 영업이익 126억원을 시현하면서 '16년 흑자전환 이후에 이익도 빠르게 증가하고 있다. '19년 EBITDA 169억원, EV/EBITDA 9배(스튜디오드래곤의 12m fwd EV/EBITDA 13배 대비 30% 할인), 순차입금 100억원을 가정한 카카오페이지의 기업가치는 약 1.5조원으로 추정한다.



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

### III. Earning Forecast

카카오 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
<b>매출액</b>	<b>555.4</b>	<b>588.9</b>	<b>599.3</b>	<b>673.1</b>	<b>644.5</b>	<b>684.1</b>	<b>727.6</b>	<b>763.0</b>	<b>1,972.3</b>	<b>2,416.7</b>	<b>2,819.3</b>
YoY	25.2	25.7	16.3	23.6	0.0	0.0	0.0	0.0	22.5	16.7	15.5
QoQ	2.0	6.0	1.8	12.3	0.0	0.0	0.0	0.0			
광고	154.6	166.4	167.1	181.7	176.8	189.9	192.9	210.9	595.7	669.8	770.6
콘텐츠	285.6	302.8	306.7	314.4	316.7	330.3	342.0	350.6	985.5	1209.4	1339.6
- 뮤직	126.3	130.5	136.0	140.1	143.7	150.5	155.3	156.9	478.3	532.9	606.4
- 게임	105.6	111.6	99.4	100.3	101.9	104.1	106.4	108.6			
- 기타	53.8	60.7	71.3	73.9	71.0	75.7	80.4	85.0	89.7	94.4	99.0
기타	115.2	119.8	125.5	177.0	151.0	163.9	192.7	201.5	391.1	537.5	709.1
<b>영업비용</b>	<b>545.0</b>	<b>561.3</b>	<b>568.6</b>	<b>668.8</b>	<b>627.5</b>	<b>646.1</b>	<b>682.4</b>	<b>719.2</b>	<b>1,806.9</b>	<b>2,343.7</b>	<b>2,675.1</b>
지급수수료	210.3	223.0	228.6	254.7	237.2	252.1	270.5	282.9	730.4	916.6	1042.7
인건비	110.0	107.9	110.9	136.4	140.0	136.9	134.0	146.0	360.1	465.2	556.9
콘텐츠수수료	40.0	45.7	52.1	50.7	54.5	58.1	62.3	64.9	121.4	188.5	239.7
상품원가	46.8	42.9	45.3	65.9	48.0	48.2	50.4	51.6	133.2	200.9	198.3
광고선전비	47.9	45.3	36.3	54.5	45.2	41.3	48.5	50.1	116.5	184.1	185.2
<b>영업이익</b>	<b>10.4</b>	<b>27.6</b>	<b>30.7</b>	<b>4.3</b>	<b>17.1</b>	<b>38.0</b>	<b>45.2</b>	<b>43.9</b>	<b>165.4</b>	<b>73.0</b>	<b>144.2</b>
YoY	-72.9	-38.2	-35.3	-87.7	64.3	37.8	47.4	920.8	42.4	-55.9	97.6
QoQ	-70.3	165.2	11.1	-86.0	297.6	122.5	18.9	-2.9			
OPM	1.9	4.7	5.1	0.6	2.7	5.6	6.2	5.8	8.4	3.0	5.1

자료: Company Data, 케이프투자증권

카카오 | 광고 부문의 성장폭 확대와 자회사의 기업가치 증가

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,859	3,291	3,609	3,961	매출액	2,417	2,820	3,256	3,730
현금및현금성자산	1,247	1,410	1,437	1,473	증가율(%)	22.5	16.7	15.5	14.6
매출채권 및 기타채권	194	226	261	299	매출원가	0	0	0	0
재고자산	36	42	48	55	매출총이익	2,417	2,820	3,256	3,730
비유동자산	5,101	4,827	4,943	5,068	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	848	547	632	724	판매비와 관리비	2,344	2,675	2,996	3,407
유형자산	315	323	330	337	영업이익	73	144	260	323
무형자산	3,865	3,884	3,909	3,935	영업이익률(%)	3.0	5.1	8.0	8.7
자산총계	7,960	8,117	8,552	9,028	EBITDA	208	244	362	428
유동부채	2,039	2,080	2,314	2,526	EBITDA M%	8.6	8.7	11.1	11.5
매입채무 및 기타채무	767	894	1,033	1,183	영업외손익	58	42	42	63
단기차입금	498	410	386	317	지분법관련손익	7	-2	-3	1
유동성장기부채	110	0	0	0	금융손익	62	51	52	62
비유동부채	293	324	366	412	기타영업외손익	-11	-6	-6	0
사채 및 장기차입금	43	32	30	27	세전이익	131	187	302	386
부채총계	2,332	2,403	2,681	2,938	법인세비용	115	88	136	158
지배기업소유자본	5,137	5,212	5,349	5,541	당기순이익	16	99	166	228
자본금	42	42	42	42	지배주주순이익	48	87	146	200
자본잉여금	4,648	4,648	4,648	4,648	지배주주순이익률(%)	0.7	3.5	5.1	6.1
이익잉여금	453	530	666	857	비지배주주순이익	-32	12	20	27
기타자본	-6	-8	-7	-5	기타포괄이익	8	-2	1	2
비지배지분	490	502	522	549	총포괄이익	24	97	167	230
자본총계	5,627	5,714	5,871	6,091	EPS 증가율(% , 지배)	-61.7	70.3	67.8	37.1
총차입금	668	462	439	370	이자손익	32	45	53	58
순차입금	-1,712	-2,270	-2,525	-2,852	총외화관련손익	22	6	-2	4

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	491	390	484	561	총발행주식수(천주)	83,388	83,398	83,398	83,398
영업에서 창출된 현금흐름	493	432	567	661	시가총액(십억원)	8,589	10,675	10,675	10,675
이자의 수취	36	52	58	63	주가(원)	103,000	128,000	128,000	128,000
이자의 지급	-12	-7	-6	-5	EPS(원)	613	1,044	1,752	2,402
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	61,614	62,506	64,149	66,455
법인세부담액	-141	-88	-136	-158	DPS(원)	127	127	127	127
투자활동 현금흐름	-1,261	-11	-425	-446	PER(X)	168.0	122.6	73.1	53.3
유동자산의 감소(증가)	-551	-189	-205	-222	PBR(X)	1.7	2.0	2.0	1.9
투자자산의 감소(증가)	-476	301	-85	-92	EV/EBITDA(X)	35.4	36.5	23.9	19.5
유형자산 감소(증가)	-85	-95	-95	-98	ROE(%)	0.3	1.7	2.9	3.8
무형자산 감소(증가)	-243	-32	-39	-40	ROA(%)	0.2	1.2	2.0	2.6
재무활동 현금흐름	891	-216	-33	-79	ROIC(%)	0.6	3.2	5.6	7.6
사채및차입금증가(감소)	-129	-206	-23	-69	배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
자본금및자본잉여금 증감	1,052	0	0	0	부채비율(%)	41.4	42.1	45.7	48.2
배당금 지급	-12	-10	-10	-10	순차입금/자기자본(%)	-30.4	-39.7	-43.0	-46.8
외환환산으로 인한 현금변동	9	0	0	0	유동비율(%)	140.2	158.2	155.9	156.8
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	7.8	20.0	45.2	62.6
현금증감	130	163	27	36	총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.4
기초현금	1,117	1,247	1,410	1,437	매출채권 회전율	13.0	13.4	13.4	13.3
기말현금	1,247	1,410	1,437	1,473	재고자산 회전율	84.2	72.6	72.3	72.0
FCF	394	295	389	463	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice \_ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내역

카카오(035720) 주가 및 목표주가 추이

<b>제시일자</b>	2017-02-09	2017-05-12	2017-08-10	2017-08-21	2017-11-09	2017-12-17	
<b>투자 의견</b>	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	
<b>목표주가</b>	110,000원	130,000원	130,000원	140,000원	180,000원	160,000원	
<b>제시일자</b>	2018-01-14	2018-02-08	2018-02-27	2018-07-30	2018-08-10	2018-10-23	
<b>투자 의견</b>	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
<b>목표주가</b>	160,000원	160,000원	160,000원	145,000원	145,000원	145,000원	
<b>제시일자</b>	2018-11-09	2019-01-22	2019-03-13	2019-05-07			
<b>투자 의견</b>	Buy	Buy	Buy	Buy			
<b>목표주가</b>	145,000원	145,000원	140,000원	160,000원			

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-02-09	Buy	110,000원	-21.18	-13.45
2017-05-12	Buy	130,000원	-20.40	-7.69
2017-08-21	Buy	140,000원	-1.15	13.93
2017-11-09	Buy	180,000원	-18.47	-10.56
2017-12-17	Hold	160,000원	-11.07	-0.31
2018-02-08	Buy	160,000원	-15.30	-0.31
2018-07-30	Buy	145,000원	-20.09	-13.45
2019-03-13	Buy	140,000원	-22.14	-8.57
2019-05-07	Buy	160,000원		

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

Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	* 기준일 2019.03.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.