

카카오(035720)

중립(신규)

주가(11/22, 원)	81,800
시가총액(십억원)	5,530
발행주식수(백만)	68
52 주 최고/최저가(원)	120,800/71,300
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	27,032
유동주식비율(%)	55.6
외국인지분율(%)	22.6
주요주주(%)	김범수 외 19 인
	MAXIMO PTE
	8.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	499	176	150	3,243	124.6	199	38.1	32.5	2.9	11.4	0.1
2015A	932	89	76	1,269	(60.9)	164	91.3	39.3	2.7	3.0	0.1
2016F	1,428	110	59	890	(29.9)	222	91.9	26.4	1.6	2.0	0.2
2017F	1,757	194	114	1,681	88.9	311	48.7	18.2	1.6	3.3	0.2
2018F	1,986	259	157	2,326	38.4	382	35.2	14.4	1.5	4.5	0.2

주: 순이익은 지분법적용 순이익

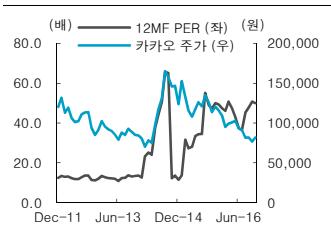
최악의 시간은 지났지만...

방향성은 좋으나 부담스러운 밸류에이션: 카카오에 대해 투자 의견 '중립'으로 커버리지를 개시한다. 1) PC 네트워크 광고 효율화 작업에 따른 광고 매출 감소, 2) 사용자 증가에도 매출 기여가 제한적인 O2O 서비스, 3) 신규 사업 관련 투자 등으로 인한 실적 부진으로 동사의 밸류에이션은 2017F PER 48.7배로 동종업계 평균 대비 매우 높은 수준이다. 하지만 97%에 달하는 메신저 시장 점유율과 다양한 O2O 서비스를 통해 확보한 사용자 데이터 기반의 신규 광고 상품 출시를 감안할 때 향후 성장 여력은 충분하다고 판단한다. 성공적인 PC 게임 퍼블리싱과 탈카카오 현상 완화에 따른 게임 부문의 회복도 긍정적인 시그널이다.

주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	1.5	(17.6)	(29.2)
상대주가(%p)	3.9	(19.5)	(28.9)

12MF PER 추이



주요 서비스들의 이용자 지표 지속 개선: 다음과 카카오 주요 서비스들의 이용자 지표가 꾸준히 개선되고 있다. 2015년 11월 기준 520만명에 그쳤던 다음 어플 사용자수는 1년 만에 720만명으로 증가했고 연내 1,000만명으로 늘어날 전망이다. Rubics 시스템 도입으로 뉴스 서비스가 개선되면서 다음 뉴스 이용자수도 늘어 2,700만명에 달한다. 개인화된 뉴스 제공을 통해 경쟁업체와의 격차를 줄일 수 있을 것으로 판단한다. 네이티브 광고 탑재가 계획된 카카오 채널의 MAU는 2,600만명으로 증가했으며 # 검색 또한 매일 1,000만명이 사용한다. 대표 O2O 서비스들인 카카오 택시와 카카오 드라이버의 이용자 지표도 꾸준히 성장하고 있다. 이에 따라 향후 광고 매체를 활용될 플랫폼이 증가하고 이용자 기반 강화에 따른 광고주 수요가 늘어날 것으로 예상된다.

경쟁보다는 공존을 택한 O2O 서비스 사업 방향: 매출 대비 비용 부담이 컸던 O2O 서비스 사업의 방향성 전환은 긍정적이다. 카카오의 기존 O2O 전략은 중소 상공인들과의 점유율 경쟁을 심화시키며 수익성 악화를 초래했다. 하지만 연내 출시가 예상되는 주차 서비스 이후에는 '카카오게임하기'와 같은 플랫폼 전략을 통해 기존 업체들과의 공존을 계획 중이다. O2O 플랫폼화 또한 아직은 생소한 사업 모델이기 때문에 수익성 개선에 시간이 소요되었지만 비용 부담은 대폭 축소될 것으로 예상된다. 4분기 성수기에 진입하는 대리 운전 시장에서 점유율을 확대하기 위한 공격적 마케팅 이후에는 비용 구조가 개선될 것이다. 경쟁사들에게 플랫폼을 제공해 양질의 이용자 데이터를 빠르게 축적할 수 있다는 점도 고무적이다.

향후 광고 사업에 유용하게 활용될 교통 O2O 플랫폼: 교통 O2O를 통해 확보한 이용자 위치 데이터와 최근 기능이 개선된 카카오 지도는 2017년부터 본격화될 신규 광고 사업에 유용하게 활용될 전망이다. 실제로 카카오는 카카오택시 이용자의 위치를 파악해 시승 서비스를 성공적으로 진행했고 업체들과의 추가 제휴가 가능할 것으로 예상된다. 대중 교통 O2O에는 이용자의 행선지와 인접한 맛집, 기타 매장 등을 추천하는 지역 검색 광고의 탑재도 가능하다. 택시와 수수료 기반의 O2O 서비스 성과는 아쉬웠지만 현재까지 축적된 방대한 위치 기반 데이터는 향후 광고 사업 성장의 원동력이 될 것으로 판단한다.

김성은 3276-6158
askim@truefriend.com

〈표 21〉 카카오 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	234.4	226.5	229.6	241.7	242.5	376.5	391.4	417.6	932.2	1,428.0	1,757.4
광고	141.8	150.7	142.9	148.4	129.4	136.2	126.9	131.3	583.8	523.8	537.0
다음	114.8	120.6	117.2	120.2	103.5	106.2	97.7	101.4	472.8	408.8	414.0
카카오	26.9	30.1	25.7	28.2	25.9	30.0	29.2	29.9	111.0	115.0	123.0
콘텐츠	76.8	60.4	69.1	67.4	91.6	190.4	198.4	211.0	273.6	691.3	890.4
게임	70.0	54.0	51.4	57.0	70.3	78.3	78.5	87.7	232.4	314.7	357.1
뮤직	2.4	2.6	7.1	3.3	3.4	90.5	95.5	98.2	15.4	287.6	425.4
기타	4.4	3.8	10.6	7.0	17.9	21.6	24.4	25.1	25.8	89.0	107.9
기타	15.9	15.3	17.6	25.9	21.5	49.9	66.1	75.4	74.7	212.9	330.0
영업비용	194.0	215.0	213.4	221.3	221.4	349.9	361.1	385.5	843.8	1,317.9	1,563.0
인건비	61.8	71.9	69.3	66.7	74.1	91.6	88.2	90.6	269.6	344.4	380.5
지급수수료	52.6	56.4	62.9	65.0	63.4	143.0	146.6	156.4	236.9	509.5	658.3
광고선전비	17.2	19.7	6.8	13.1	7.7	16.0	23.9	31.7	56.8	79.3	87.9
콘텐츠수수료	24.4	26.6	27.1	27.6	22.1	20.9	19.4	20.0	105.6	82.4	81.9
광고대행수수료	8.5	11.4	15.6	12.7	17.4	19.7	22.9	23.7	48.2	83.6	96.9
기타	29.5	29.1	31.7	36.4	36.7	58.8	60.1	63.0	126.7	218.6	257.4
영업이익	40.4	11.4	16.2	20.4	21.1	26.6	30.3	32.1	88.3	110.1	194.4
영업이익률	17.2%	5.0%	7.0%	8.4%	8.7%	7.1%	7.7%	7.7%	9.5%	7.7%	11.1%
당기순이익	30.8	21.4	14.8	11.5	10.9	13.2	13.6	23.3	78.5	61.2	118.3
당기순이익률	13.2%	9.4%	6.4%	4.8%	4.5%	3.5%	3.5%	5.6%	8.4%	4.3%	6.7%

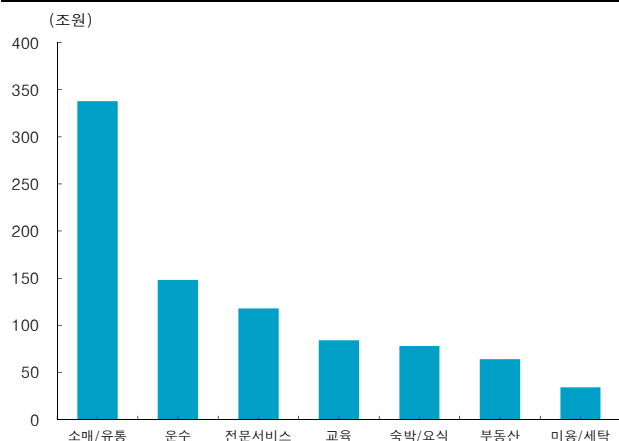
자료: 카카오, 한국투자증권

〈표 22〉 카카오 주요 서비스 이용자 지표 개선 추이

주요 서비스	내용
다음 어플	WAW(Weekly Active User)는 2015년 11월 520만에서 2016년 11월 720만으로 증가
다음 모바일 뉴스 이용자	2015년 11월 1,510만에서 2016년 11월 2,710만으로 증가
카카오스토리	WAW는 11만명으로 과거 대비 감소했으나 소비 성향 높은 30대 이용자 층 보유
카카오 채널	11월 기준 MAU 2,600만명
카카오 페이지	2015년 500억원 수준이었던 카카오 페이지 거래액은 2016년 1,000억원으로 증가
카카오 택시	2016년 10월 기준 누적 콜수 2.3억콜
카카오 #검색	11월 기준 MAU 1,000만명

자료: 한국투자증권

[그림 82] O2O 서비스 진출이 가능한 주요 산업 시장 규모



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 83] 이용자 데이터 확보가 가능한 다양한 교통 O2O 플랫폼



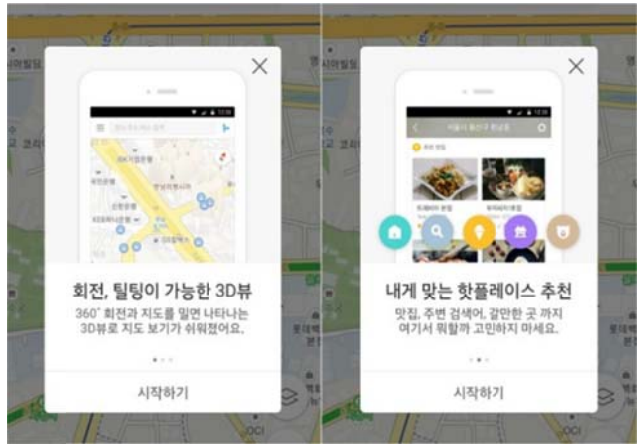
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 84] 최근 업데이트 된 다음의 3D 지도



자료: 카카오, 한국투자증권

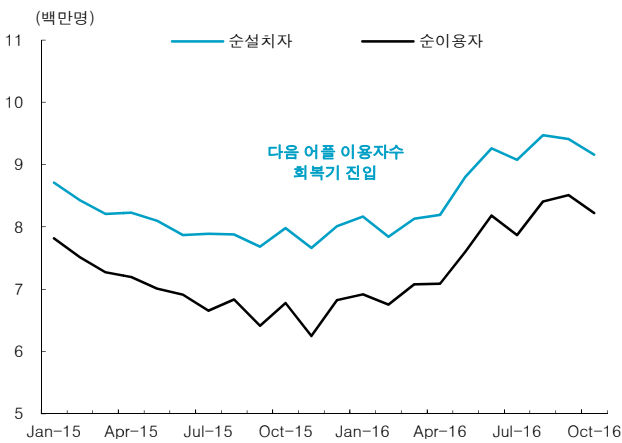
[그림 85] 다음 지도에 탑재된 주변 검색 기능



자료: 카카오, 한국투자증권

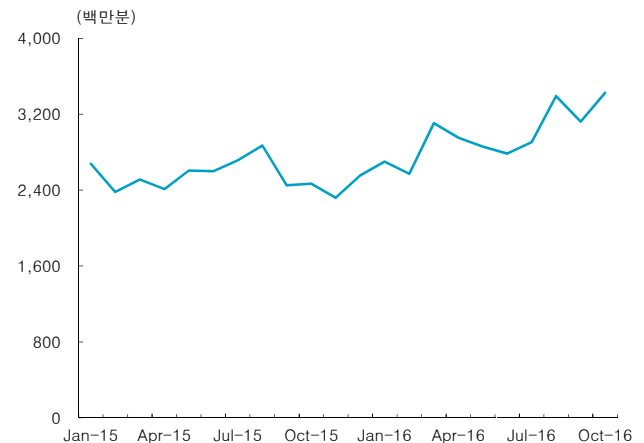
광고 사업, 점진적 회복 예상: PC 네트워크 광고 효율화 작업에 따른 다음 검색 광고 매출 감소는 점차 완화될 전망이다. 신규 광고 상품 출시로 카카오 광고의 성장 우려도 해소될 것이다. 서비스 개선으로 다음 어플의 이용자 수가 증가하고 있으며 개인화된 뉴스 제공을 통해 체류 시간 또한 확대될 전망이다. 광고주 수요 회복에 따른 매출 증가가 예상된다. 카카오 광고는 카카오 페이지를 활용한 Rewarding 광고 도입과 O2O 플랫폼 데이터 기반의 Audience 타겟팅 광고 본격화 등으로 전년 대비 7% 증가할 것으로 예상된다. 2017년 카카오의 광고 매출액을 5,370억원(+2.5% YoY)으로 추정한다.

[그림 86] 다음 모바일 어플 순 설치자 및 순 이용자 증가 추이



자료: KoreanClick, 한국투자증권

[그림 87] 다음 모바일 어플 총 체류시간 추이



자료: KoreanClick, 한국투자증권

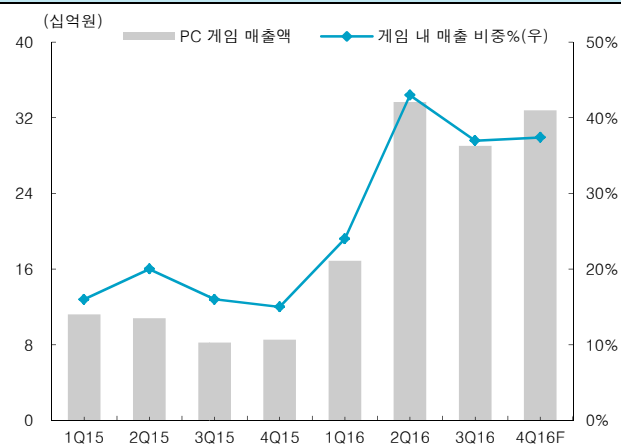
탈 카카오의 끝: 모바일 시장이 공격적인 마케팅이 가능한 대형 개발사 위주의 성장을 지속함에 따라 중소형 개발사들의 입지는 점점 좁아지고, 히트 신작을 출시할 가능성도 낮아지고 있다. 이에 따라 일정 수준의 비용으로 홍보 효과를 누릴 수 있는 카카오 플랫폼에 대한 수요가 회복되고 있다. 넷마블 게임들이 견조한 성과를 유지하는 가운데 매출 순위 상위권에 '테스티니 차일드'와 '프렌즈팝콘' 등의 카카오 게임들이 꾸준히 진입 중이다. 신규 부사장 취임 이후 퍼블리싱 사업이 순조롭게 진행되고 있다는 점도 긍정적이다. 3분기 비수기 영향으로 감소한 '검은사막'의 매출 회복이 예상되며 재런칭된 에오스도 양호한 초기 성과를 유지하고 있어 PC 게임 매출액도 성장세를 시현할 전망이다. 우리는 2017년 카카오 게임 매출액을 전년 대비 13.5% 증가한 3,571억원으로 추정한다.

[그림 88] 카카오 주요 모바일 게임 라인업



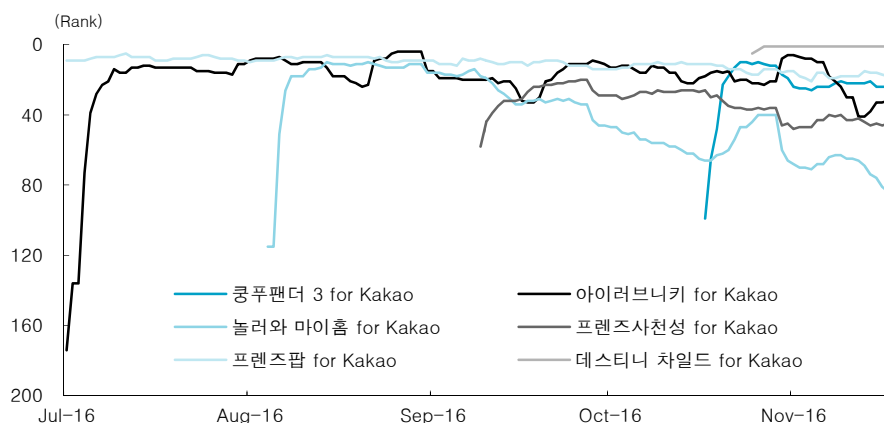
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 89] 카카오 PC 게임 매출 및 게임 매출 내 비중 추이



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 90] 주요 신규 카카오 게임 매출 순위 추이



자료: Appannie, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

카카오는 2014년 10월 코스닥에 상장되어 현재 국내 2위 검색 포털 '다음' 및 국내에서 가장 많은 사용자를 보유하고 있는 메신저 '카카오톡'을 서비스 중. 주력 서비스로는 카카오톡을 기반으로 하여 카카오톡스토리, 카카오페이를 포함하여 카카오택시 등 다양한 O2O서비스도 구현 중. 카카오의 매출은 카카오 가입자를 기반으로 한 모바일 게임 및 광고, 모바일 콘텐츠 등의 서비스와 연계하여 수익을 창출 중. 주요 매출원은 광고 및 모바일 게임,

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	798	970	1,011	1,261	1,485
현금성자산	451	397	486	598	695
매출채권및기타채권	131	147	157	193	218
재고자산	2	5	8	10	11
비유동자산	1,970	2,218	4,276	4,297	4,347
투자자산	78	133	205	253	286
유형자산	197	219	241	263	286
무형자산	1,689	1,856	3,813	3,761	3,753
자산총계	2,768	3,188	5,287	5,559	5,832
유동부채	227	316	843	950	1,030
매입채무및기타채무	154	119	171	211	238
단기차입금및단기사채	0	4	232	232	232
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	77	287	998	1,045	1,077
사채	0	199	796	796	796
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	305	603	1,898	2,065	2,187
지배주주지분	2,455	2,552	3,353	3,454	3,599
자본금	29	30	34	34	34
자본잉여금	2,259	2,274	3,025	3,025	3,025
기타자본	(26)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	191	256	304	406	552
비지배주주지분	9	33	35	40	46
자본총계	2,463	2,585	3,388	3,494	3,645

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	220	162	539	350	377
당기순이익	150	79	61	118	164
유형자산감가상각비	17	49	55	61	67
무형자산상각비	6	26	57	56	56
자산부채변동	6	(0)	334	88	67
기타	41	8	32	27	23
투자활동현금흐름	173	(414)	(2,042)	(222)	(262)
유형자산투자	(13)	(76)	(79)	(85)	(91)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	12	(246)	(83)	(58)	(42)
무형자산순증	(10)	(7)	(2,014)	(4)	(48)
기타	184	(86)	133	(76)	(82)
재무활동현금흐름	35	197	1,592	(16)	(18)
자본의증가	37	18	754	0	0
차입금의순증	0	211	851	0	0
배당금지급	0	(12)	(10)	(11)	(11)
기타	(2)	(20)	(3)	(5)	(7)
기타현금흐름	(1)	1	0	0	0
현금의증가	428	(54)	88	112	97

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	499	932	1,428	1,757	1,986
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	499	932	1,428	1,757	1,986
판매관리비	322	844	1,318	1,563	1,726
영업이익	176	89	110	194	259
금융수익	7	30	30	22	27
이자수익	6	11	12	14	17
금융비용	0	4	26	14	15
이자비용	0	1	5	8	8
기타영업외손익	(11)	(1)	(10)	(10)	(10)
관계기업관련손익	(3)	(4)	(9)	(9)	(8)
세전계속사업이익	169	110	95	183	253
법인세비용	19	31	34	65	90
연결당기순이익	150	79	61	118	164
지배주주지분순이익	150	76	59	114	157
기타포괄이익	5	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	155	77	60	117	162
지배주주지분포괄이익	155	74	58	112	156
EBITDA	199	164	222	311	382

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,243	1,269	890	1,681	2,326
BPS	42,651	42,485	49,610	51,105	53,245
DPS	173	167	167	167	167
성장성(% YoY)					
매출증가율	136.7	86.9	53.2	23.1	13.0
영업이익증가율	167.9	(49.8)	24.3	76.6	33.4
순이익증가율	144.4	(49.6)	(22.4)	93.4	38.4
EPS 증가율	124.6	(60.9)	(29.9)	88.9	38.4
EBITDA 증가율	174.8	(17.8)	35.3	40.4	22.7
수익성(%)					
영업이익률	35.4	9.5	7.7	11.1	13.1
순이익률	30.1	8.1	4.1	6.5	7.9
EBITDA Margin	40.0	17.6	15.5	17.7	19.3
ROA	10.0	2.6	1.4	2.2	2.9
ROE	11.4	3.0	2.0	3.3	4.5
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	6.7	13.3	19.2	9.9	7.2
안정성					
순차입금(십억원)	(640)	(547)	296	98	(90)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	8.9	31.9	31.0	29.7
Valuation(X)					
PER	38.1	91.3	91.9	48.7	35.2
PBR	2.9	2.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	32.5	39.3	26.4	18.2	14.4

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 11월 22일 현재 NAVER, 카카오 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 NAVER 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 카카오 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
81.1%	17.6%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.