

카카오(035720)

더욱 중요해진 신규 사업들의 성패 여부

일회성 상여금으로 인해 부진했던 4분기 실적
콘텐츠와 기타 부문의 성장은 긍정적, 광고 부문의 성장 둔화는 부정적
O2O 수익화 및 신규 게임들의 흥행 여부에 주목

Facts : 4분기 실적은 기대치 하회

4분기 실적은 매출액 5,447억원(+20.0% YoY, +5.7% QoQ), 영업이익 347억원(-9.1% YoY, -26.7% QoQ)으로 우리 추정치를 하회했다. 카카오 광고 성장 둔화와 연휴 영향에 따른 다음 광고의 제한적인 성장으로 광고 매출액은 1,595억원(+5.3% QoQ)에 그쳤다. 콘텐츠 매출액은 퍼블리싱 게임 부진에 따른 게임 매출액 감소에도 불구하고 이모티콘과 뮤직 부문의 성장으로 2,659억원(+20.0% YoY, +1.7% QoQ)으로 증가했다. 기타 매출액은 모빌리티와 커머스 성수기 진입으로 1,193억원(+31.3% YoY, +16.4% QoQ)을 기록하며 견조한 성장세를 시현했다. 인건비는 일회성 상여금 176억원이 반영됨에 따라 1,029억원(+18.6% QoQ)으로 늘었으며 신규 게임과 모빌리티 서비스에 대한 마케팅 확대로 광고 선전비 또한 361억원으로 전분기 대비 8.0% 증가했다.

Pros & cons : 카카오 광고 사업 성장 가속화가 관건

O2O 서비스의 추가적인 수익화와 신규 게임 출시를 통한 게임 부문의 반등 가능성은 긍정적이다. 카카오는 1분기 업무용 택시를 출시할 예정이며 상반기 중 자동결제 서비스를 도입해 B2C 택시의 수익화도 계획 중이다. 한편 부진했던 게임 사업 또한 카카오게임즈를 통한 신작 라인업 확대와 '배틀그라운드' 관련 매출 반영으로 회복이 본격화될 전망이다. 다만 핵심 성장 동력인 카카오 광고 성장 둔화와 하반기까지 신규 광고 플랫폼이 매출에 미치는 영향이 제한적이라는 점은 아쉽다.

Action : 중립의견 유지, 신규 사업들의 성과 확인 필요

카카오에 대한 중립의견을 유지한다. 서비스 영역의 지속적인 확대와 모빌리티 수익화에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 하지만 핵심 성장축인 카카오 광고의 성장이 둔화된 것으로 판단된다. 또한 국내 모바일 게임 시장 경쟁 심화로 신규 게임들의 흥행 가능성이 낮아진 점과 퍼블리싱 매출 비중 확대에 따른 비용 증가도 게임 사업에 부정적으로 작용할 수 있다. 한편 두나무의 경우 빠르게 감소 중인 거래액, 정부규제, 추가적인 투자 유치 이후 보유 지분율의 변화 등 다양한 변수들이 존재해 아직 적정 가치를 반영하기에는 이르다고 판단한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(2/8)	2,408
주가(2/8)	126,500
시가총액(십억원)	9,642
발행주식수(백만)	76
52주 최고/최저가(원)	161,000/79,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	135,747
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.3/25.1
주요주주(%)	김범수 외 29 인 32.0
	MAXIMO PTE 7.4

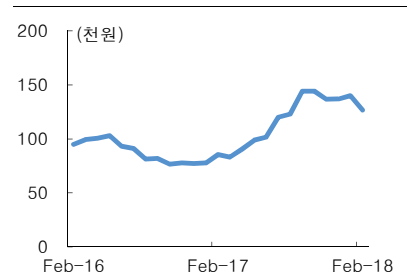
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	88.1	83.9	64.5
PBR(x)	1.5	2.6	2.0
ROE(%)	1.9	3.2	3.6
DY(%)	0.2	0.1	0.2
EV/EBITDA(x)	24.3	29.7	26.0
EPS(원)	874	1,633	1,960
BPS(원)	50,777	51,988	62,057

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(20.7)	14.0	58.5
KOSPI 대비(%p)	(16.5)	13.4	41.9

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	453.8	443.8	468.4	515.4	544.7	5.7	20.0	543.1
영업이익	38.2	38.3	44.6	47.4	34.7	(26.7)	(9.1)	51.3
영업이익률(%)	8.4	8.6	9.5	9.2	8.9			9.4
세전이익	41.4	18.2	36.0	63.1	37.7	(40.2)	(9.0)	56.1
순이익	27.6	54.5	12.5	39.9	20.7	(48.2)	(25.2)	31.9

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 카카오 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	443.8	468.4	515.4	544.7	532.0	547.8	574.7	606.6	1,464.2	1,972.4	2,261.2
광고	133.3	151.4	151.5	159.5	155.8	164.0	166.3	176.7	534.0	595.7	662.8
다음	102.6	115.1	106.0	111.7	109.7	114.4	113.6	120.1	415.0	435.4	457.8
카카오	30.7	36.3	45.4	47.9	46.1	49.6	52.7	56.6	119.0	160.3	205.0
콘텐츠	223.7	234.4	261.5	265.9	277.5	282.8	294.6	302.4	701.9	985.5	1,157.3
게임	80.3	78.7	93.9	89.2	95.6	96.0	102.4	103.0	320.3	342.1	397.1
뮤직	110.3	117.1	122.1	129.1	131.9	134.3	136.2	139.0	296.3	478.5	541.4
기타	33.1	38.7	45.5	47.7	49.9	52.5	56.0	60.4	85.3	164.9	218.8
기타	86.8	82.7	102.4	119.3	98.8	101.0	113.9	127.5	228.4	391.1	441.1
카카오 커머스	24.3	24.9	29.2	34.6	30.4	31.8	34.2	38.6	72.5	112.9	135.0
기타 커머스	24.3	23.9	29.2	34.6	24.8	24.4	29.8	35.3	61.0	112.0	114.2
LOEN 기타	26.6	20.7	31.8	33.4	27.9	28.3	32.7	34.4	70.4	112.4	123.3
기타(O2O 등)	11.6	13.2	12.3	16.7	15.6	16.5	17.2	19.2	24.5	53.8	68.6
영업비용	405.5	423.8	468.0	510.0	491.3	508.6	532.2	561.6	1,348.1	1,807.3	2,093.8
인건비	97.6	101.1	98.2	116.4	104.4	108.6	115.6	127.7	352.7	413.2	456.3
지급수수료	160.4	178.8	189.8	201.5	196.8	202.6	212.6	224.4	515.0	730.4	836.3
광고선전비	25.0	21.9	33.5	36.1	33.5	37.3	39.1	40.0	83.8	116.5	149.9
광고대행수수료	19.1	24.0	22.0	23.6	23.8	24.3	25.2	25.8	85.0	88.6	99.1
콘텐츠수수료	24.9	28.3	33.7	34.4	35.5	36.5	37.6	38.8	79.7	121.4	148.4
기타	78.6	69.8	91.0	98.0	97.3	99.4	102.1	104.9	231.9	337.3	403.7
영업이익	38.3	44.6	47.4	34.7	40.7	39.1	42.5	45.0	116.1	165.0	167.4
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	7.7%	7.1%	7.4%	7.4%	7.9%	8.4%	7.4%
당기순이익	54.5	12.5	39.9	20.7	50.8	43.6	45.8	47.6	65.4	127.6	187.9
당기순이익률	12.3%	2.7%	7.7%	3.8%	9.5%	8.0%	8.0%	7.9%	4.5%	6.5%	8.3%

자료: 카카오, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2017	1,972.4	1,979.7	(0.4)
	2018F	2,261.2	2,295.4	(1.5)
	2019F	2,542.5	2,539.2	0.1
영업이익	2017	165.0	177.1	(6.8)
	2018F	167.4	249.2	(32.8)
	2019F	215.9	275.3	(21.6)
지배주주순이익	2017	110.7	126.4	(12.4)
	2018F	148.4	154.1	(3.7)
	2019F	158.6	171.9	(7.7)
EPS	2017	1,633	1,864	(12.4)
	2018F	1,960	2,035	(3.7)
	2019F	2,081	2,255	(7.7)

자료: 한국투자증권

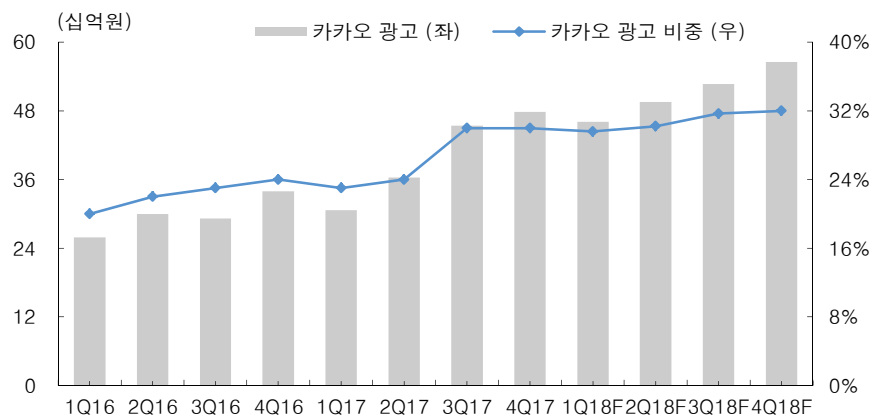
〈표 4〉 SoTP 벨류에이션

(십억원, 원)

내용	값	비고
I. 포털가치	1,236.0	
18F Daum 매출액	457.8	
18F Daum 순이익	68.7	
Target PER	18.0	동종업체 평균 PER 10% 할인
II. 카카오톡 가치	3,659.3	
18F 카카오 매출액	522.8	
Target PSR	7.0	Tencent 2018F PSR 30% 할인
III. 로엔가치	2,674.0	
로엔 시가총액	3,500.0	
지분율	76%	
IV. 카카오 페이	345.0	
투자금액 기준 가치	575.0	Ant Financial 40% 지분 2,300억원에 인수
지분율	60%	
V. 카카오 모빌리티	1,166.7	
투자금액 기준 가치	1,666.7	
지분율	70%	
VI. 카카오 페이지	290.0	
투자금액 기준 가치	500.0	
지분율	58%	
VII. 카카오 게임즈	1,270.7	
18F 매출액	397.1	
순이익률	20%	
Target PER	20.0	
지분율	80%	
VIII. 카카오 뱅크	140.0	
적정 가치	1,400.0	
지분율	10%	
적정 시가 총액	10,781.6	
목표주가	140,000	

자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 1] 전체 광고매출 내 카카오광고 비중 추이 및 전망



자료: 카카오, 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 카카오 택시 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	970	1,217	2,058	3,332	3,416
현금성자산	397	642	1,026	2,261	2,237
매출채권및기타채권	147	253	296	317	343
재고자산	5	13	17	19	22
비유동자산	2,218	4,267	4,326	4,347	4,572
투자자산	133	256	286	310	348
유형자산	219	254	264	274	284
무형자산	1,856	3,733	3,747	3,731	3,903
자산총계	3,188	5,484	6,384	7,679	7,988
유동부채	316	806	1,650	1,773	1,954
매입채무및기타채무	119	323	355	384	432
단기차입금및단기사채	4	200	150	120	90
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	975	898	827	770
사채	199	795	706	630	565
장기차입금및금융부채	0	0	1	1	1
부채총계	603	1,781	2,567	2,623	2,749
지배주주지분	2,552	3,433	3,530	4,729	4,870
자본금	30	34	34	38	38
자본잉여금	2,274	3,105	3,105	4,170	4,170
기타자본	(9)	(11)	(11)	(11)	(11)
이익잉여금	256	304	401	532	672
비지배주주지분	33	270	287	327	369
자본총계	2,585	3,703	3,817	5,056	5,239

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	162	317	918	435	533
당기순이익	79	65	128	188	201
유형자산감가상각비	49	56	60	63	66
무형자산상각비	26	58	77	77	80
자산부채변동	(0)	115	634	120	156
기타	8	23	19	(13)	30
투자활동현금흐름	(414)	(1,000)	(364)	(105)	(402)
유형자산투자	(76)	(81)	(71)	(74)	(77)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(237)	148	(21)	35	(19)
무형자산순증	(7)	(24)	(92)	(60)	(252)
기타	(95)	(1,044)	(181)	(7)	(55)
재무활동현금흐름	197	924	(170)	906	(155)
자본의증가	18	146	0	1,069	0
차입금의순증	211	792	(139)	(106)	(94)
배당금지급	(12)	(11)	(10)	(14)	(18)
기타	(20)	(3)	(21)	(43)	(43)
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	(54)	244	384	1,236	(24)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	932	1,464	1,972	2,261	2,542
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	932	1,464	1,972	2,261	2,542
판매관리비	844	1,348	1,807	2,094	2,327
영업이익	89	116	165	167	216
금융수익	30	25	79	44	75
이자수익	11	9	13	24	31
금융비용	4	24	46	20	15
이자비용	1	14	8	14	12
기타영업외손익	(1)	(6)	(53)	0	(27)
관계기업관련손익	(4)	(10)	10	59	19
세전계속사업이익	110	100	155	250	268
법인세비용	31	35	27	63	67
연결당기순이익	79	65	128	188	201
지배주주지분순이익	76	58	111	148	159
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	77	65	128	188	201
지배주주지분포괄이익	74	58	111	148	159
EBITDA	164	230	303	308	363

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,269	874	1,633	1,960	2,081
BPS	42,485	50,777	51,988	62,057	63,899
DPS	167	148	200	230	240
성장성(%, YoY)					
매출증가율	86.9	57.1	34.7	14.6	12.4
영업이익증가율	(49.8)	31.1	42.1	1.4	29.0
순이익증가율	(49.6)	(23.8)	91.9	34.1	6.9
EPS증가율	(60.9)	(31.1)	86.9	20.0	6.2
EBITDA증가율	(17.8)	40.2	31.6	1.7	17.9
수익성(%)					
영업이익률	9.5	7.9	8.4	7.4	8.5
순이익률	8.1	3.9	5.6	6.6	6.2
EBITDA Margin	17.6	15.7	15.3	13.6	14.3
ROA	2.6	1.5	2.1	2.7	2.6
ROE	3.0	1.9	3.2	3.6	3.3
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
배당성향	13.3	17.3	12.3	11.8	11.5
안정성					
순차입금(십억원)	(547)	121	(601)	(1,951)	(2,078)
차입금/자본총계비율(%)	8.9	27.2	22.7	15.1	12.8
Valuation(X)					
PER	91.3	88.1	83.9	64.5	60.8
PBR	2.7	1.5	2.6	2.0	2.0
EV/EBITDA	39.3	24.3	29.7	26.0	21.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
카카오(035720)	2015.11.30	매수	160,000원	-31.3	-24.5
	2016.02.26	NR	-	-	-
	2016.11.22	중립	-	-	-
	2017.11.22	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 8일 현재 카카오 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 카카오 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 카카오 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자의견은 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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.