

인터넷
Results Comment
2018.5.11

투자 의견(유지) Trading Buy

목표주가(12M, 하향) ▼ 130,000원

현재주가(18/05/10) 117,000원

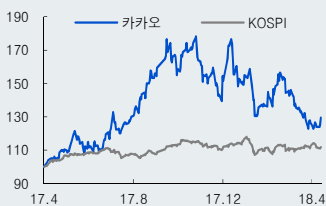
상승여력 11%

영업이익(18F, 십억원) 100
Consensus 영업이익(18F, 십억원) 196

EPS 성장률(18F, %) -19.1
MKT EPS 성장률(18F, %) 16.2
P/E(18F, x) 90.2
MKT P/E(18F, x) 9.4
KOSPI 2,464.16

시가총액(십억원) 8,924
발행주식수(백만주) 76
유동주식비율(%) 64.4
외국인 보유비중(%) 24.3
베타(12M) 일간수익률 1.75
52주 최저가(원) 93,800
52주 최고가(원) 161,000

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 -4.5 -23.3 24.5
상대주가 -5.0 -20.8 14.7



[인터넷/게임/광고]

문지현
02-3774-1640
jeehyun.moon@miraeasset.com

카카오 (035720)

CEO 변화 첫 해, 신사업 비용 증가세

1Q Review: 비용 증가로 이익 컨센서스 하회, 매출은 예상보다 강한 성장

카카오의 1분기 매출은 예상보다 강하게 나타났으나, 이익이 특히 부진했다.

부정적: 영업비용이 예상보다 많이 증가했다. 마케팅비, 인건비, 수수료성 비용 등이 전반적으로 늘어났다. 마케팅비는 전년동기비 92%, 전분기 대비 33% 대폭 증가했다. 마케팅비 집행이 집중된 사업 부문은 카카오페이, 모빌리티, 게임, 포도트리(카카오페이지), 카카오재팬(픽코마) 등으로 파악된다. 인건비는 연봉 인상 외에 카카오VX 인수, 그라운드X 설립 등 자회사 요인이 있었다. 수수료성 비용에는 모바일 게임 변동비, 콘텐츠 공급비 등이 반영되었다.

긍정적: 매출은 예상보다 강한 전년동기 대비 25% 성장률을 기록했다. 모바일 광고 매출이 전년동기 대비 35% 성장했다. 카카오 서비스 기반 광고와 신규 광고 플랫폼 도입 효과로 추정된다. 게임 콘텐츠 매출도 오랜만에 높은 두 자릿수의 성장률 31%를 기록했다. 모바일 게임 신작 효과와 카카오VX 편입 덕분이었다. 기타 콘텐츠 매출은 일본 웹툰 앱 '픽코마', 카카오페이지의 성장으로 전년동기 대비 63% 고성장했다.

신임 CEO 첫 해, 사업 개편과 신사업 관련 비용 집행

사업 개편: 올해 카카오는 여민수/조수용 대표 체제로 경영진이 바뀌었다. CEO 변화 첫 해로 사업 개편이 진행되고 있는 것으로 파악된다. 카카오 본사는 2분기에 주요 자회사들에 3천여억원을 출자할 계획이다. 대상은 카카오인베스트먼트(총 900억원: 현금 700억원, 현물 200억원), 카카오뱅크(1,540억원), 카카오재팬(799억원) 등이다.

9월에는 카카오페이지 사업을 개편할 예정이다. 본사의 카카오페이지 관련 사업 부문을 자회사 포도트리에 1천억원의 주식 수취를 통해 양도할 계획이다. 올해 하반기 코스닥 상장을 추진 중인 카카오게임즈의 경우 작년에 본사가 게임 사업 양도를 선행했던 사례를 고려한다면, 포도트리도 향후 IPO 추진 가능성이 엿보인다.

신사업 비용: 올해 신사업의 안착을 위한 마케팅비의 집행이 늘어나는 추세로 파악된다. 카카오모빌리티는 '카카오T' 수익화를 위해 '스마트호출' 등 유료 기능에 대한 홍보와 B2B 서비스 관련 영업 비용이 집행되고 있다. 카카오페이는 2분기부터 오프라인 결제처 확대에 비용이 수반되고 있다. 카카오게임즈는 신작 게임 출시 개수 증가로 마케팅비가 늘어날 전망이다.

투자 의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 15만원에서 13만원으로 하향

카카오의 12개월 목표주가를 기존 15만원에서 13만원으로 변경한다. 올해 비용 증가로 영업이익이 전년비 감소할 것으로 추정되기 때문이다. 'Trading Buy' 투자 의견은 유지한다. 신사업 수익화와 광고 상품 개선 등으로 매출이 20%대로 증가하면서 성장성은 부각될 전망이다. 올해 예상 P/E가 90배 수준으로서 밸류에이션 매력은 낮은 편이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	932	1,464	1,972	2,446	2,806	3,024
영업이익 (십억원)	89	116	165	100	176	195
영업이익률 (%)	9.5	7.9	8.4	4.1	6.3	6.4
순이익 (십억원)	76	58	109	98	145	156
EPS (원)	1,269	874	1,602	1,297	1,900	2,049
ROE (%)	3.0	1.9	2.9	2.4	3.5	3.6
P/E (배)	91.2	88.1	85.5	90.2	61.6	57.1
P/B (배)	2.7	1.5	2.3	2.2	2.1	2.0
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

실적 리뷰와 전망

표 1. 카카오 1분기 실적 비교표

(십억원, %)

	1Q17	4Q17	1Q18P			성장률	
			발표치	추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	444	545	555	530	536	25.2	2.0
영업이익	38	35	10	32	31	-72.9	-70.1
영업이익률	8.6	6.4	1.9	6	5.8		
순이익	54	21	15	25	31	-73.1	-29.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배/비지배주주 합산 기준

자료: 카카오, FnGuide, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 카카오 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	444	468	515	545	555	590	624	676	1,972	2,446	2,806
1) 광고	133	151	151	160	155	175	172	187	596	688	789
1-1) PC	63	70	64	65	59	68	62	64	267	253	246
1-2) 모바일	71	82	88	94	96	106	110	123	334	435	543
2) 콘텐츠	224	236	261	266	286	307	320	347	985	1,261	1,418
2-1) 게임	80	79	94	89	106	116	124	135	342	480	536
2-2) 음악	110	118	122	129	126	135	140	152	479	553	630
2-3) 기타 콘텐츠	33	39	45	48	54	56	57	60	165	228	253
3) 기타	87	83	102	119	115	108	132	142	391	497	599
영업이익	38	45	47	35	10	17	34	38	165	100	176
영업이익률	8.6	9.5	9.2	6.4	1.9	2.9	5.5	5.6	8.4	4.1	6.3
순이익	54	13	40	21	15	29	38	32	125	113	167
순이익률	12.3	2.7	7.7	3.8	2.6	4.9	6.1	4.7	6.3	4.6	5.9
YoY 성장률											
매출액	83.0	24.4	31.7	20.0	25.2	25.9	21.1	24.1	34.7	24.0	14.8
1) 광고	3.0	11.2	19.4	12.8	16.0	15.3	13.7	16.9	11.6	15.5	14.7
1-1) PC	-12.0	-5.3	2.3	-3.7	-6.2	-2.0	-2.0	-2.3	-3.0	-5.0	-3.0
1-2) 모바일	21.3	30.5	35.7	27.9	35.7	30.0	25.0	30.3	29.0	30.0	25.0
2) 콘텐츠	144.1	24.1	31.8	20.0	27.7	30.1	22.6	30.6	40.4	27.9	12.5
2-1) 게임	14.2	0.5	19.7	-4.3	31.5	47.2	31.8	51.4	6.8	40.4	11.6
2-2) 음악	3164.8	30.5	27.7	20.6	14.5	14.5	14.5	17.8	61.5	15.6	13.9
2-3) 기타 콘텐츠	84.4	78.6	86.5	122.9	62.9	46.2	25.3	26.6	93.3	38.0	11.0
3) 기타	303.5	65.6	54.9	31.3	32.7	30.5	28.5	19.3	71.3	27.0	20.6
영업이익	81.8	67.5	56.5	-8.8	-72.9	-61.7	-27.3	8.4	42.1	-39.7	77.2
순이익	397.5	-5.6	192.8	-25.2	-73.1	129.6	-5.0	54.8	91.0	-9.4	47.3

주: K-IFRS 연결 기준, 게임(2-2) 2018년 1분기부터 카카오VX 포함, 음악(2-2) 2016년 3월부터 카카오M(로엔) 포함, 기타(2-3) 웹소설/웹툰/이모티콘 포함, 기타(3) 커머스, 프렌즈, 모빌리티 포함, 순이익 지배/비지배주주 합산, 자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	2,361	2,624	2,446	2,806	3.6	6.9	게임/기타 매출 상향
영업이익	182	227	100	176	-45.3	-22.3	마케팅비, 수수료 비용 상향
순이익	131	164	113	167	-13.5	1.7	영업외이익 상향, 유효법인세율 상향
EPS	1,675	2,094	1,297	1,900	-22.6	-9.3	지배주주 지분 추정 변경
영업이익률	7.7	8.7	4.1	6.3			
순이익률	5.5	6.3	4.6	5.9			

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주와 비지배주주 합산 순이익, EPS는 지배주주 귀속, 자료: 미래에셋대우 리서치센터

주요 변수

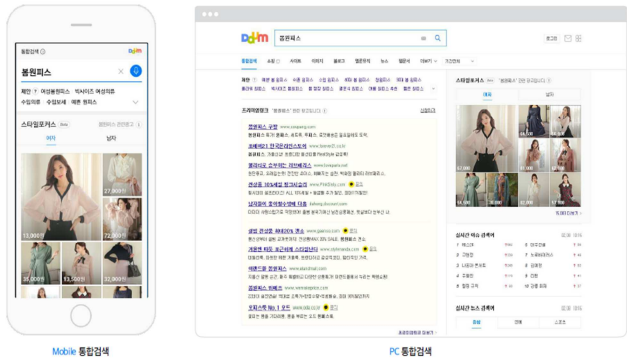
그림 1. 카카오 신규 광고 상품 ‘모먼트 타게팅’ 4/30 오픈



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 다음 신규 광고 상품 ‘스타일 포커스’ 5/29 오픈

01 패션 카테고리에 특화된 UI
이미지로 상품을 탐색하고 구매하는 경향이 뚜렷한 패션 상품을 주목도 있게 노출 합니다.



자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 퍼블리싱 게임 ‘배틀그라운드’ PC방 유료화 4/10 시작



자료: 카카오게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 자회사 카카오게임즈 코스닥 상장 시점 하반기로 예상



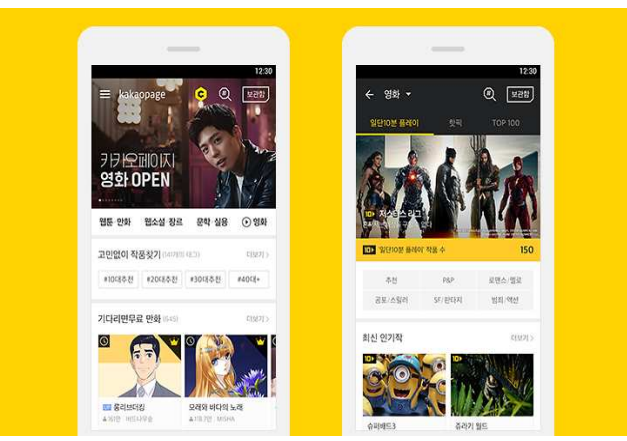
자료: 카카오게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 카카오모빌리티 ‘스마트호출’ 등으로 수익화 시도 4/10 시작



자료: 카카오T, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 카카오 본사의 ‘카카오페이지’ 사업 자회사 포트트리에 9/1 양도



주: 양도 대가는 포트트리 주식 1천억원, 자료: 카카오페이지, 미래에셋대우 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	1,972	2,446	2,806	3,024
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,972	2,446	2,806	3,024
판매비와관리비	1,807	2,346	2,630	2,829
조정영업이익	165	100	176	195
영업이익	165	100	176	195
비영업손익	-12	69	56	55
금융손익	3	22	33	44
관계기업등 투자손익	9	0	0	0
세전계속사업손익	153	169	232	250
계속사업법인세비용	28	55	65	70
계속사업이익	125	113	167	180
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	125	113	167	180
지배주주	109	98	145	156
비지배주주	16	15	22	24
총포괄이익	119	113	167	180
지배주주	103	-35	-52	-56
비지배주주	16	148	218	236
EBITDA	295	225	280	283
FCF	297	389	402	337
EBITDA 마진율 (%)	15.0	9.2	10.0	9.4
영업이익률 (%)	8.4	4.1	6.3	6.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	4.0	5.2	5.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	1,993	2,385	2,768	3,099
현금 및 현금성자산	1,117	1,296	1,537	1,772
매출채권 및 기타채권	307	382	420	453
재고자산	22	27	31	33
기타유동자산	547	680	780	841
비유동자산	4,356	4,322	4,285	4,239
관계기업투자등	162	201	231	249
유형자산	271	218	179	149
무형자산	3,690	3,617	3,552	3,494
자산총계	6,349	6,707	7,054	7,338
유동부채	1,041	1,251	1,410	1,506
매입채무 및 기타채무	280	348	400	431
단기금융부채	177	177	178	178
기타유동부채	584	726	832	897
비유동부채	801	844	877	897
장기금융부채	621	621	621	621
기타비유동부채	180	223	256	276
부채총계	1,842	2,096	2,287	2,403
지배주주지분	4,029	4,117	4,251	4,396
자본금	34	34	34	34
자본잉여금	3,604	3,604	3,604	3,604
이익잉여금	403	491	624	769
비지배주주지분	479	494	516	539
자본총계	4,508	4,611	4,767	4,935

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	372	389	402	337
당기순이익	125	113	167	180
비현금수익비용가감	181	150	127	104
유형자산감가상각비	61	53	40	30
무형자산상각비	69	73	65	58
기타	51	24	22	16
영업활동으로인한자산및부채의변동	28	150	131	70
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-44	-33	-20
재고자산 감소(증가)	1	-5	-4	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	26	20	12
법인세납부	-3	-55	-65	-70
투자활동으로 인한 현금흐름	-355	-161	-121	-73
유형자산처분(취득)	-72	0	0	0
무형자산감소(증가)	-28	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-278	-161	-121	-73
기타투자활동	23	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	468	-9	-11	-11
장단기금융부채의 증가(감소)	-210	1	0	0
자본의 증가(감소)	499	0	0	0
배당금의 지급	-16	-10	-11	-11
기타재무활동	195	0	0	0
현금의 증가	475	179	241	235
기초현금	642	1,117	1,296	1,537
기말현금	1,117	1,296	1,537	1,772

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

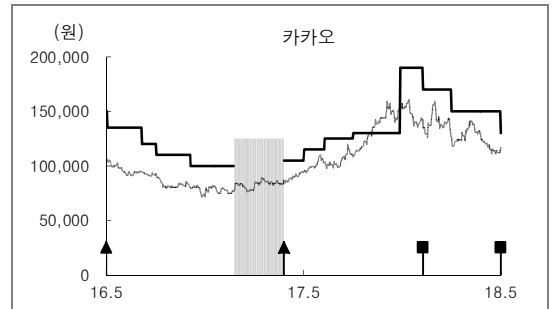
	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	85.5	90.2	61.6	57.1
P/CF (x)	30.3	33.7	30.4	31.4
P/B (x)	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA (x)	30.5	37.1	28.7	27.6
EPS (원)	1,602	1,297	1,900	2,049
CFPS (원)	4,517	3,470	3,855	3,726
BPS (원)	59,344	53,987	55,740	57,641
DPS (원)	148	148	148	148
배당성향 (%)	8.0	10.0	6.8	6.3
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	34.7	24.0	14.7	7.8
EBITDA증가율 (%)	28.3	-23.7	24.4	1.1
조정영업이익증가율 (%)	42.2	-39.4	76.0	10.8
EPS증가율 (%)	83.3	-19.0	46.5	7.8
매출채권 회전을 (회)	11.2	12.2	11.7	11.4
재고자산 회전을 (회)	115.6	101.2	97.5	94.7
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.1	1.7	2.4	2.5
ROE (%)	2.9	2.4	3.5	3.6
ROIC (%)	3.7	3.0	4.8	5.1
부채비율 (%)	40.9	45.5	48.0	48.7
유동비율 (%)	191.5	190.6	196.4	205.8
순차입금/자기자본 (%)	-17.1	-23.0	-29.0	-33.8
조정영업이익/금융비용 (x)	14.7	2.4	4.2	4.7

카카오

CEO 변화 첫 해, 신사업 비용 증가세

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오(035720)				
2018.05.10	Trading Buy	130,000	-	-
2018.02.08	Trading Buy	150,000	-16.92	-5.67
2017.12.17	Trading Buy	170,000	-17.84	-6.18
2017.11.05	매수	190,000	-22.24	-15.26
2017.08.10	매수	130,000	3.60	22.69
2017.06.18	매수	125,000	-16.02	-4.00
2017.05.11	매수	115,000	-12.25	-4.52
2017.04.04	매수	105,000	-14.87	-9.52
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2016.10.13	매수	100,000	-22.24	-17.70
2016.08.11	매수	110,000	-24.94	-18.64
2016.07.15	매수	120,000	-23.13	-21.75
2016.05.12	매수	135,000	-28.52	-21.93
2016.01.26	매수	150,000	-31.85	-24.93



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

* 2018년 3월 31일 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.