

## 카카오(035720)

## 중립(유지)

## 1Q17 Preview: 기존 사업들의 회복 시기 임박

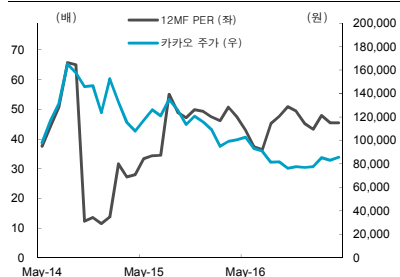
## Stock Data

KOSPI(4/4)	2,161
주가(4/4)	85,700
시가총액(십억원)	5,800
발행주식수(백만)	68
52주 최고/최저가(원)	106,300/71,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,569
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.6/24.3
주요주주(%)	김범수 외 19인 36.2
MAXIMO PTE	8.3

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.1)	5.5	(13.7)
상대주가(%p)	(4.1)	0.4	(22.9)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 다소 부진한 1분기 실적

카카오의 1분기 실적을 매출액 4,202억원(+73.3% YoY, -7.4% QoQ), 영업이익 303억원(+43.9% YoY, -20.5% QoQ)으로 추정한다. 광고 매출액은 검색 광고 매출 감소와 광고 비수기 효과를 모바일 디스플레이 광고의 견조한 성장이 상쇄함에 따라 1,330억원(+2.8% YoY)을 기록할 전망이다. 게임 매출액은 대형 개발사들의 히트 신작 출시에 따른 for Kakao 게임 부진으로 전분기 대비 17.5% 감소한 769억원에 그칠 것으로 예상된다. 한편 비용의 감소는 제한적일 전망이다. '카카오 브레인' 인력 충원이 1분기에 집중됨에 따라 인건비는 1,044억원(+5.6% QoQ)으로 증가할 것이며 게임 및 신규 서비스 마케팅 강화로 광고선전비는 311억원(-14.0% QoQ)을 기록할 것이다.

## 신작 출시를 통한 게임 부문의 회복은 2분기부터 본격화

게임 부문의 회복은 예상보다 빠르게 진행될 전망이다. '여명'과 '의천도룡기'의 양호한 성과와 넷마블 for Kakao 게임들의 업데이트 효과로 2분기부터는 회복이 본격화 될 것으로 예상된다. '에잇킹덤즈'와 '펜타스톰' 등의 기대 신작들의 출시 또한 모바일 게임 부문의 반등을 견인할 수 있을 것이다. '게임별(HTML5 게임 플랫폼)'의 성장도 긍정적이다. 4월 기준 누적 가입자와 DAU(Daily Active User)는 각각 500만명과 300만명으로 증가했다.

## 광고 사업 관련 긍정적 Signal에 주목

광고 사업의 턴어라운드 시기가 임박했다. 네트워크 효율화 작업에 따른 PC 검색 광고 매출 감소 효과로 실제 성장폭은 제한적이지만 다음 앱 사용자 증가로 1분기 다음 모바일 디스플레이 광고는 전년 동기 대비 30% 성장할 전망이다. 검색 광고 또한 매출액은 감소했으나 CPC와 CTR 등의 관련 지표가 개선 중인 것으로 파악된다. 하반기부터는 카카오 채널 내 '오도뷰' 등 프리미엄 브랜딩 광고 탑재를 통한 성장 가속화가 기대된다. 신규 서비스들과의 시너지를 통한 '플러스 친구' 기능 개선도 광고 매출 성장을 견인할 요소이다.

## 중립 의견 유지, 다양한 단기 상승 모멘텀은 존재

카카오에 대한 중립 의견을 유지한다. 모빌리티 서비스 지표가 개선되었으나 실적기여가 낮으며 '주문하기' 등 신규 서비스들의 매출 규모 또한 제한적일 것으로 예상하기 때문이다. 다만 단기 상승 모멘텀은 충분하다고 판단한다. 신규 광고 상품 출시에 따른 광고 부문 성장에 대한 기대감이 존재하며 '펜타스톰' 등의 신작이 흥행할 시 게임 사업에 대한 투자 심리가 빠르게 개선될 수 있다. 또한 케이뱅크의 양호한 초기 성과로 인해 상반기 영업이 시작될 카카오뱅크에 대한 기대감도 확대될 수 있을 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	932	89	76	1,269	(60.9)	164	91.3	39.3	2.7	3.0	0.1
2016A	1,464	116	58	874	(31.1)	230	88.1	24.3	1.5	1.9	0.2
2017F	1,795	159	92	1,353	54.8	297	63.3	20.5	1.7	2.6	0.2
2018F	2,094	221	133	1,970	45.6	362	43.5	16.5	1.6	3.7	0.3
2019F	2,303	276	170	2,505	27.2	421	34.2	14.0	1.5	4.6	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

&lt;표 1&gt; 카카오 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
<b>매출액</b>	<b>242.5</b>	<b>376.5</b>	<b>391.4</b>	<b>453.8</b>	<b>420.2</b>	<b>441.8</b>	<b>445.8</b>	<b>487.4</b>	<b>932.2</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,795.2</b>
광고	129.4	136.2	126.9	141.5	133.0	140.7	140.2	159.6	583.8	534.0	573.4
다음	103.5	106.2	97.7	107.5	99.2	103.6	100.5	114.7	472.8	415.0	418.0
카카오	25.9	30.0	29.2	34.0	33.9	37.0	39.7	44.9	111.0	119.0	155.4
콘텐츠	91.6	190.4	198.4	221.5	209.0	219.5	224.3	232.0	273.6	701.9	884.7
게임	70.3	78.3	78.5	93.2	76.9	83.9	84.6	88.0	232.4	320.3	333.5
뮤직	3.4	90.5	95.5	106.9	110.0	113.2	117.1	121.0	15.4	296.3	461.4
기타	17.9	21.6	24.4	21.4	22.0	22.4	22.5	23.0	25.8	85.3	89.9
기타	21.5	49.9	66.1	90.8	78.3	81.7	81.4	95.8	74.7	228.4	337.0
카카오 커머스	18.3	14.2	15.2	24.4	23.4	22.4	21.8	26.4	67.2	72.1	94.0
기타 커머스		8.7	25.8	26.5	21.7	23.0	20.9	25.1		61.0	90.7
LOEN 기타		23.0	17.8	29.6	20.7	21.9	22.8	26.9		70.4	92.4
기타(O2O 등)	3.2	4.0	7.3	10.4	12.5	14.4	15.8	17.4	7.4	24.9	60.0
<b>영업비용</b>	<b>221.4</b>	<b>349.9</b>	<b>361.1</b>	<b>415.7</b>	<b>389.9</b>	<b>406.3</b>	<b>404.4</b>	<b>435.3</b>	<b>843.8</b>	<b>1,348.1</b>	<b>1,635.8</b>
인건비	74.1	91.6	88.2	98.9	104.4	106.1	107.7	110.3	269.6	352.7	428.5
지급수수료	63.4	143.0	146.6	162.0	150.0	157.7	159.1	174.0	236.9	515.0	640.8
광고선전비	7.7	16.0	23.9	36.1	31.1	30.5	24.5	33.1	56.8	83.8	119.2
콘텐츠수수료	22.1	20.9	19.4	22.7	21.3	22.5	22.4	25.6	105.6	85.0	91.8
광고대행수수료	17.4	19.7	22.9	19.8	20.0	22.5	23.1	23.9	48.2	79.7	89.5
기타	36.7	58.8	60.1	76.2	63.1	66.9	67.5	68.5	126.7	231.9	266.0
<b>영업이익</b>	<b>21.1</b>	<b>26.6</b>	<b>30.3</b>	<b>38.2</b>	<b>30.3</b>	<b>35.6</b>	<b>41.4</b>	<b>52.1</b>	<b>88.3</b>	<b>116.1</b>	<b>159.4</b>
영업이익률	8.7%	7.1%	7.7%	8.4%	7.2%	8.0%	9.3%	10.7%	9.5%	7.9%	8.9%
<b>당기순이익</b>	<b>10.9</b>	<b>13.2</b>	<b>13.6</b>	<b>27.6</b>	<b>17.0</b>	<b>21.0</b>	<b>25.7</b>	<b>33.6</b>	<b>78.5</b>	<b>65.4</b>	<b>103.9</b>
당기순이익률	4.5%	3.5%	3.5%	6.1%	4.1%	4.8%	5.8%	6.9%	8.4%	4.5%	5.8%

자료: 카카오, 한국투자증권

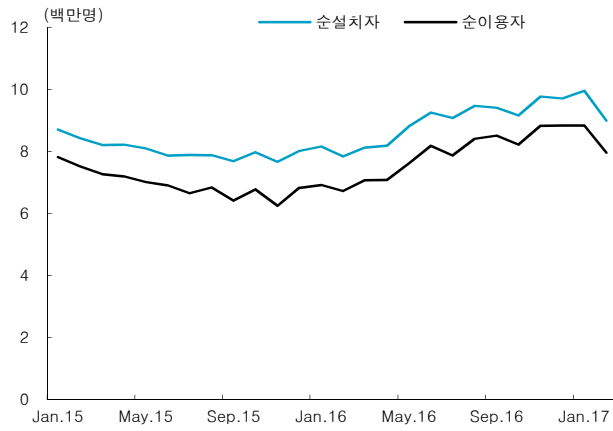
&lt;표 2&gt; 카카오 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
매출액	2016P	1,464.2	1,464.2	0.0
	2017F	1,795.2	1,750.0	2.6
	2018F	2,093.5	2,039.1	2.7
영업이익	2016P	116.1	116.1	(0.0)
	2017F	159.4	142.9	11.5
	2018F	220.7	204.4	8.0
지배주주순이익	2016P	57.7	57.7	0.0
	2017F	91.5	82.0	11.7
	2018F	133.3	125.2	6.5
EPS	2016P	874	874	0.0
	2017F	1,353	1,212	11.7
	2018F	1,970	1,850	6.5

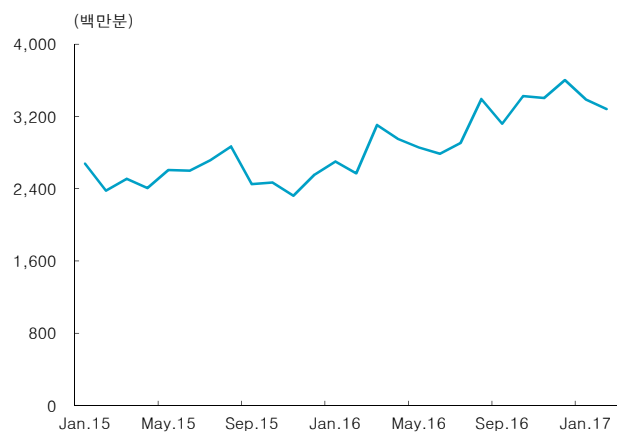
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 1] 다음 모바일 어플 순 설치자 및 순 이용자 증가 추이



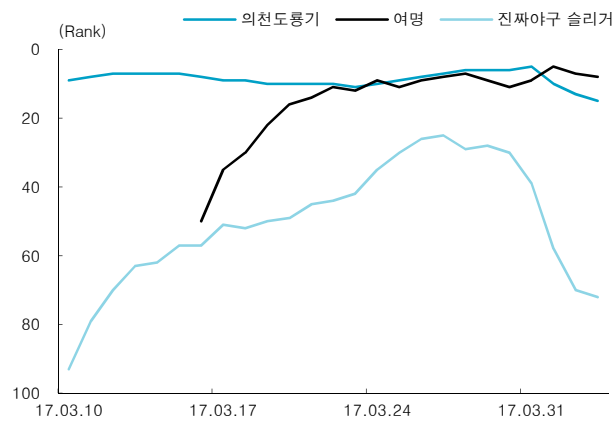
자료: Koreandlick, 한국투자증권

[그림 2] 다음 모바일 어플 총 체류시간 추이



자료: Koreandlick, 한국투자증권

[그림 3] 카카오 신규 게임 구글 매출 순위 추이



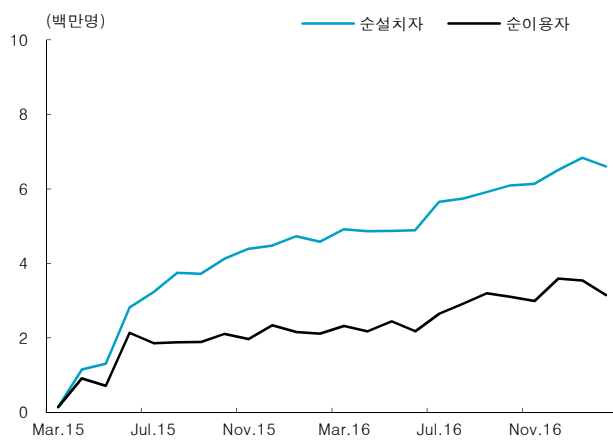
자료: Koreandlick, 한국투자증권

[그림 4] 넷마블 기대작, '펜타스툼 for Kakao'



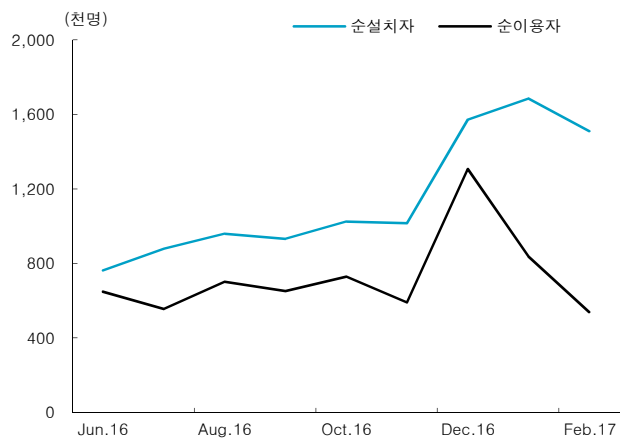
자료: Koreandlick, 한국투자증권

[그림 5] 카카오 택시 순 설치자 및 순 이용자 증가 추이



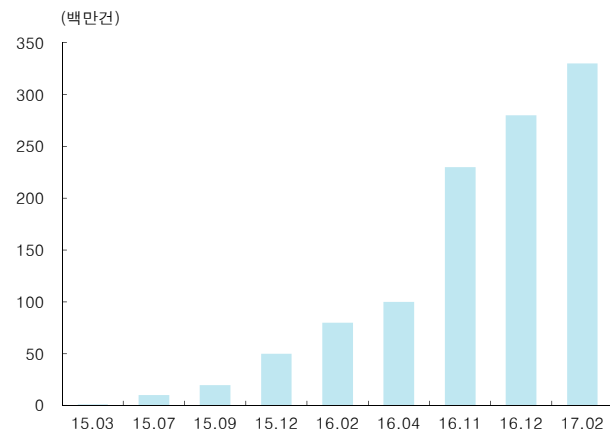
자료: Koreandlick, 한국투자증권

[그림 6] 카카오 드라이버 순 설치자 및 순 이용자 증가 추이



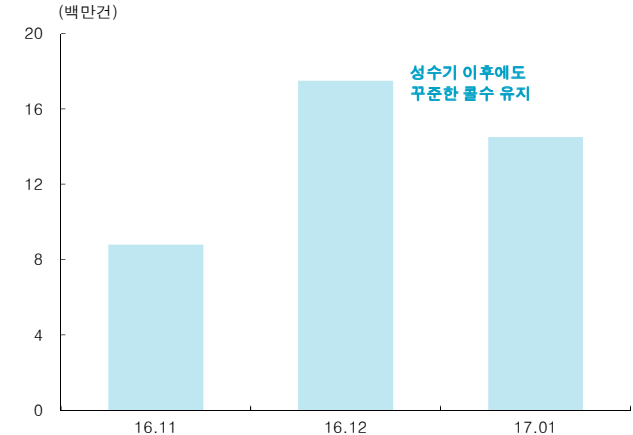
자료: Koreandlick, 한국투자증권

[그림 7] 카카오 택시 월별 콜수 추이



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 8] 카카오 드라이버 월별 콜수 추이



자료: 카카오, 한국투자증권

<표 3> 신규 모바일 디스플레이 광고 상품

	m.TOP_스페셜뷰	m.TOP_포커스뷰
노출지면	m.TOP 두번째 탭 상단(랭킹탭)	m.TOP의 연예/스포츠 탭 하단
판매방식/단가	1 일 1 구좌/2,500 만원	1 일 1 구좌 연예탭: 500 만원/스포츠탭: 400 만원
업종가이드	n/a	연예탭: 영화/공연, 화장품, 패션 업종 스포츠탭: 수송/화학, 게임, 통신기기 업종
타겟팅	OS 타겟팅 가능(프로파일 타겟팅 불가)	OS 타겟팅 가능(프로파일 타겟팅 불가)
출시일자	2016.07.15	2016.08.30
평균/최고 CTR	0.23%/0.43%	연예: 3.33%/3.98%, 스포츠: 4.72%/7.09%

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 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	970	1,217	1,317	1,453	1,584
현금성자산	397	642	718	816	898
매출채권및기타채권	147	253	233	241	253
재고자산	5	13	15	17	18
비유동자산	2,218	4,267	4,337	4,410	4,488
투자자산	133	256	275	299	315
유형자산	219	254	281	307	334
무형자산	1,856	3,733	3,752	3,768	3,800
자산총계	3,188	5,484	5,654	5,863	6,072
유동부채	316	806	796	845	860
매입채무및기타채무	119	323	341	366	391
단기차입금및단기사채	4	200	200	200	200
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	975	993	1,005	1,015
사채	199	795	795	795	795
장기차입금및금융부채	0	0	1	1	1
부채총계	603	1,781	1,861	1,934	1,967
지배주주지분	2,552	3,433	3,511	3,628	3,782
자본금	30	34	34	34	34
자본잉여금	2,274	3,105	3,105	3,105	3,105
기타자본	(9)	(11)	(11)	(11)	(11)
이익잉여금	256	304	382	500	653
비지배주주지분	33	270	283	301	324
자본총계	2,585	3,703	3,793	3,929	4,105

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	162	317	278	364	371
당기순이익	79	65	104	151	192
유형자산감가상각비	49	56	60	63	66
무형자산상각비	26	58	77	78	78
자산부채변동	(0)	115	6	38	(2)
기타	8	23	31	34	37
투자활동현금흐름	(414)	(1,000)	(176)	(232)	(250)
유형자산투자	(76)	(81)	(88)	(91)	(94)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(237)	148	(30)	(33)	(25)
무형자산순증	(7)	(24)	(96)	(94)	(110)
기타	(95)	(1,044)	37	(15)	(22)
재무활동현금흐름	197	924	(26)	(33)	(39)
자본의증가	18	146	0	0	0
차입금의순증	211	792	0	0	0
배당금지급	(12)	(11)	(10)	(14)	(16)
기타	(20)	(3)	(16)	(19)	(23)
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	(54)	244	76	98	82

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

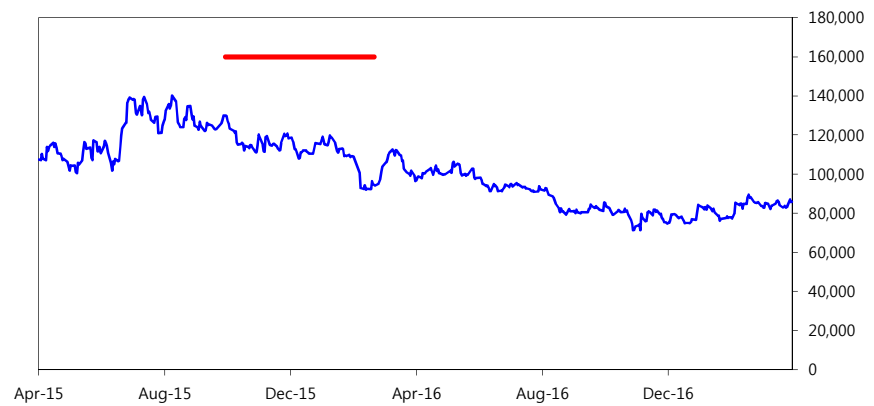
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	932	1,464	1,795	2,094	2,303
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	932	1,464	1,795	2,094	2,303
판매관리비	844	1,348	1,636	1,873	2,027
영업이익	89	116	159	221	276
금융수익	30	25	19	22	23
이자수익	11	9	11	12	13
금융비용	4	24	29	30	30
이자비용	1	14	23	23	23
기타영업외손익	(1)	(6)	8	9	9
관계기업관련손익	(4)	(10)	(11)	(9)	(9)
세전계속사업이익	110	100	146	212	270
법인세비용	31	35	42	61	78
연결당기순이익	79	65	104	151	192
지배주주지분순이익	76	58	92	133	170
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	77	65	104	151	192
지배주주지분포괄이익	74	58	92	133	170
EBITDA	164	230	297	362	421

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,269	874	1,353	1,970	2,505
BPS	42,485	50,777	51,885	53,625	55,889
DPS	167	148	200	230	240
성장성(% , YoY)					
매출증가율	86.9	57.1	22.6	16.6	10.0
영업이익증가율	(49.8)	31.1	37.2	38.5	25.2
순이익증가율	(49.6)	(23.8)	58.7	45.6	27.2
EPS증가율	(60.9)	(31.1)	54.8	45.6	27.2
EBITDA증가율	(17.8)	40.2	29.2	21.8	16.4
수익성(%)					
영업이익률	9.5	7.9	8.9	10.5	12.0
순이익률	8.1	3.9	5.1	6.4	7.4
EBITDA Margin	17.6	15.7	16.5	17.3	18.3
ROA	2.6	1.5	1.9	2.6	3.2
ROE	3.0	1.9	2.6	3.7	4.6
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
배당성향	13.3	17.3	14.8	11.7	9.6
안정성					
순차입금(십억원)	(547)	121	11	(112)	(224)
차입금/자본총계비율(%)	8.9	27.2	26.6	25.6	24.6
Valuation(X)					
PER	91.3	88.1	63.3	43.5	34.2
PBR	2.7	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	39.3	24.3	20.5	16.5	14.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
카카오(035720)	2015.10.04	매수	160,000 원
	2016.02.26	NR	-
	2016.11.22	중립	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 5일 현재 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 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.