

카카오(035720)

Above

In line

Below

중립(유지)

서서히 해소되는 의구심

Stock Data

KOSPI(11/9)	2,551
주가(11/9)	152,500
시가총액(십억원)	10,350
발행주식수(백만)	68
52주 최고/최저가(원)	159,500/71,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	93,198
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.7/24.5
주요주주(%)	김범수 외 30인
MAXIMO PTE	8.3

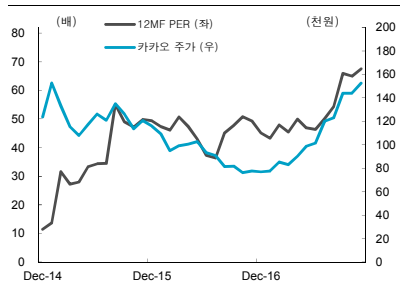
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	88.1	85.8	81.5
PBR(x)	1.5	2.9	2.8
ROE(%)	1.9	3.5	3.5
DY(%)	0.2	0.1	0.2
EV/EBITDA(x)	24.3	32.0	27.5
EPS(원)	874	1,777	1,872
BPS(원)	50,777	52,229	53,871

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.9	60.5	113.9
상대주가(%p)	(0.6)	49.3	83.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new : 기대치를 상회한 양호한 실적

카카오의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,154억원(+31.7% YoY, +10.0% QoQ)과 474억원(+56.6% YoY, +6.1% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 상회했다. 광고 매출액은 '캐시프렌즈' 등 카카오톡 기반의 신규 광고 상품 매출 증가 및 다음모바일 광고의 성장을 기반으로 전년 대비 19% 증가한 1,515억원을 기록했다. 콘텐츠 매출액은 뮤직, 게임, 페이지의 고른 성장으로 2,615억원(+31.8% YoY, +11.6% QoQ)으로 증가했다. 기타 매출 또한 커머스와 모빌리티 부문의 양호한 성과로 성장세를 이어갔다. 마케팅 비용은 카카오 페이 및 일본 피코마 광고 집행 확대로 전분기 대비 53% 증가한 334억원을 기록했다.

Positives : 카카오 광고 매출의 가파른 성장

알림톡과 브랜드 이모티콘 등 카카오톡 기반 광고 상품의 성과가 반영되며 카카오 광고 매출은 454억원(+55.7% YoY, +25.1% QoQ)으로 증가했다. 전체 광고 내 카카오 광고 비중은 전분기 대비 6%p 상승한 30%에 달한다. 거래액이 가파르게 증가 중인 카카오페이와 연동된 성과형 광고인 '캐시프렌즈' 또한 기대 이상의 매출 성장을 견인했다. 11월 20일에는 신규 광고 플랫폼이 정식 출시될 예정이다. CBT를 통해 증명된 높은 효율과 압도적인 점유율을 통해 확보한 이용자와의 접점을 감안할 때 광고주 수요가 빠르게 증가할 전망이다.

Negatives : 게임 부문의 본격 반등 시기 불확실

게임 매출액은 모바일과 PC 부문의 고른 성장으로 전분기 대비 19.4% 증가한 939억원을 기록했다. 하지만 퍼블리싱 게임인 '음양사'의 매출 순위 하락으로 4분기 매출 감소가 불가피하다. 11월 14일로 예정된 '배틀그라운드' 정식 출시에 따른 매출 증가도 제한적인 전망이다. '배틀그라운드' PC 방 점유율은 퍼블리싱 전에도 이미 26% 수준으로 카카오 게임즈 매출 증대를 위한 추가적인 점유율 확보가 쉽지 않을 것으로 예상된다.

결론 : 중립의견, 긍정적 요인들이 이미 반영된 주가

카카오에 대한 중립의견을 유지한다. 단기 모멘텀은 충분한 상황이다. 신규 광고 플랫폼 출시와 계절적 성수기 진입으로 카카오 광고 매출의 성장이 당분간 지속될 전망이다. 모빌리티 서비스 또한 보수적인 집행에도 매출액이 꾸준히 증가하고 있으며 카카오 페이지는 온라인 콘텐츠 시장 내 영향력을 빠르게 확대 중이다. 다만 광고 사업의 경우 아직 초기 단계로 정식 출시 이후의 성장에 대한 불확실성이 존재하며 페이지 등 자회사 가치 상승 효과도 이미 주가에 충분히 반영되어 추가적인 상승 여력은 제한적이라고 판단한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	482	515	7.5	479	10.0	31.7	1,977	1,908
영업이익	38	47	25.8	42	6.1	56.6	176	176
영업이익률	7.8	9.2	1.4	8.9	(0.3)	1.5	8.9	9.2
세전이익	28	63	126.9	36	75.1	199.1	163	139
순이익	21	40	91.4	25	219.2	192.8	120	119

김성은

askim@truefriend.com

<표 1> 카카오 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	242.5	376.5	391.4	453.8	443.8	468.4	515.4	549.5	1,464.2	1,977.2	2,309.1
광고	129.4	136.2	126.9	141.5	133.3	151.4	151.5	174.7	534.0	610.9	738.2
다음	103.5	106.2	97.7	107.5	102.6	115.1	106.0	120.8	415.0	444.5	477.4
카카오	25.9	30.0	29.2	34.0	30.7	36.3	45.4	54.0	119.0	166.4	260.8
콘텐츠	91.6	190.4	198.4	221.5	221.8	236.3	261.5	266.3	701.9	985.9	1,162.7
게임	70.3	78.3	78.5	93.2	80.3	78.7	93.9	85.6	320.3	338.5	376.6
뮤직	3.4	90.5	95.5	106.9	110.3	117.1	122.1	127.4	296.3	476.9	530.7
기타	17.9	21.6	24.4	21.4	31.2	40.5	45.5	53.3	85.3	170.5	255.5
기타	21.5	49.9	66.1	90.8	88.7	80.8	102.4	108.5	228.4	380.3	408.2
카카오 커머스	18.3	14.2	15.2	24.9	24.8	24.3	29.2	34.2	72.5	112.5	125.6
기타 커머스		8.7	25.8	26.5	24.8	23.4	29.2	34.2	61.0	111.5	115.4
LOEN 기타		23.0	17.8	29.6	26.6	20.1	31.8	25.4	70.4	104.4	107.5
기타(O2O 등)	3.2	4.0	7.3	10.0	12.4	13.0	12.3	14.7	24.5	51.9	59.6
영업비용	221.4	349.9	361.1	415.7	405.5	423.8	468.0	504.2	1,348.1	1,801.5	2,096.5
인건비	74.1	91.6	88.2	98.9	98.2	101.1	98.2	103.4	352.7	400.2	453.5
지급수수료	63.4	143.0	146.6	162.0	160.4	178.8	189.8	202.3	515.0	731.2	850.1
광고선전비	7.7	16.0	23.9	36.1	25.0	21.9	33.5	39.0	83.8	119.4	153.3
콘텐츠수수료	22.1	20.9	19.4	22.7	19.1	24.0	22.0	22.3	85.0	87.3	97.9
광고대행수수료	17.4	19.7	22.9	19.8	24.9	28.3	33.7	37.7	79.7	124.6	170.6
기타	36.7	58.8	60.1	76.2	77.9	69.8	91.0	99.6	231.9	338.9	371.0
영업이익	21.1	26.6	30.3	38.2	38.3	44.6	47.4	45.3	116.1	175.6	212.6
영업이익률	8.7%	7.1%	7.7%	8.4%	8.6%	9.5%	9.2%	8.2%	7.9%	8.9%	9.2%
당기순이익	10.9	13.2	13.6	27.6	54.5	12.5	39.9	29.8	65.4	136.7	144.0
당기순이익률	4.5%	3.5%	3.5%	6.1%	12.3%	2.7%	7.7%	5.4%	4.5%	6.9%	6.2%

자료: 카카오, 한국투자증권

<표 2> 실적추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
매출액	2017F	1,977.2	1,912.9	3.4
	2018F	2,309.1	2,167.2	6.5
	2019F	2,496.9	2,370.5	5.3
영업이익	2017F	175.6	155.6	12.9
	2018F	212.6	182.1	16.8
	2019F	224.9	214.9	4.6
지배주주순이익	2017F	120.3	91.0	32.2
	2018F	124.7	91.5	36.3
	2019F	125.2	114.3	9.6
EPS	2017F	1,776	1,343	32.2
	2018F	1,839	1,349	36.3
	2019F	1,848	1,686	9.6

자료: 카카오, 한국투자증권

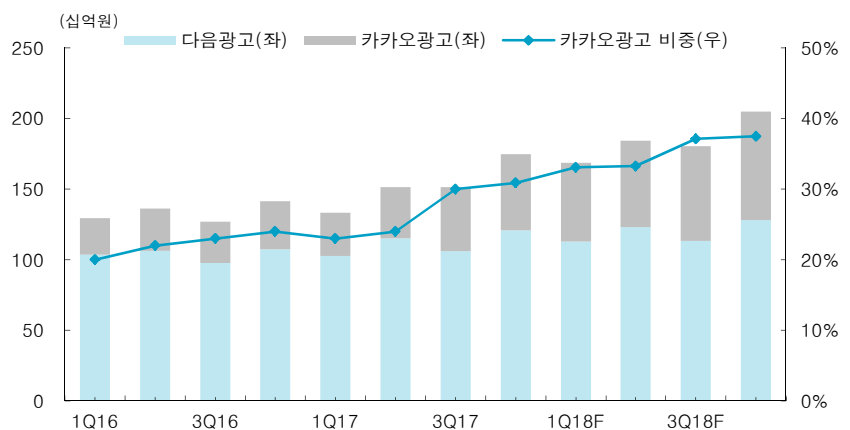
<표 3> SoTP 벨류에이션

(단위: 십억원)

내용	값	비고
I. 포털가치	1,288.9	
18F Daum 매출액	477.4	
18F Daum 순이익	71.6	
Target PER	18.0	동종업체 평균 PER 10% 할인
II. 카카오톡 가치	4,749.9	
18F 카카오 매출액	561.4	
Target PSR	8.5	Tencent 2018F PSR 10% 할인
III. 로엔가치	1,986.4	
로엔 시가총액	2,600.0	
지분율%	76%	
IV. 카카오 페이	345.0	
투자금액 기준 가치	575.0	Ant Financial 40% 지분 2,3000 억원에 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	1,205.1	
18F 매출액	376.6	
순이익률	20%	
Target PER	20.0	
지분율%	80%	
VIII. 카카오 बैं크	140.0	
적정 가치	1,400.0	
지분율%	10%	은산분리 완화 가정
적정 시가 총액	11,172	
목표주가	165,000	

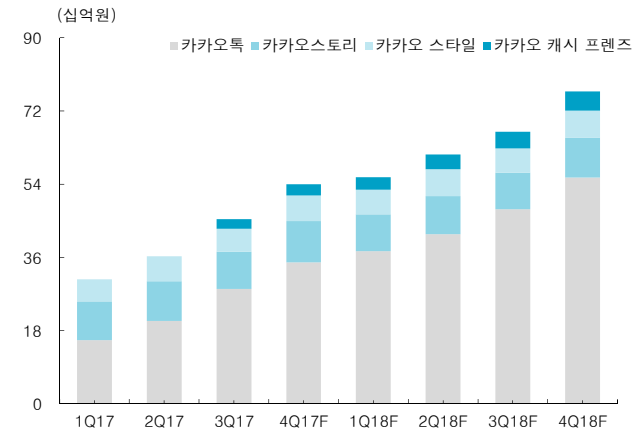
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 1] 전체 광고매출 내 카카오광고 비중 추이 및 전망



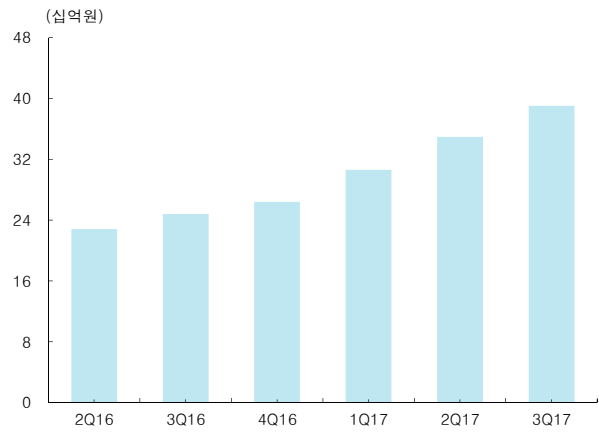
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 2] 카카오광고 상품별 매출 추이 및 전망



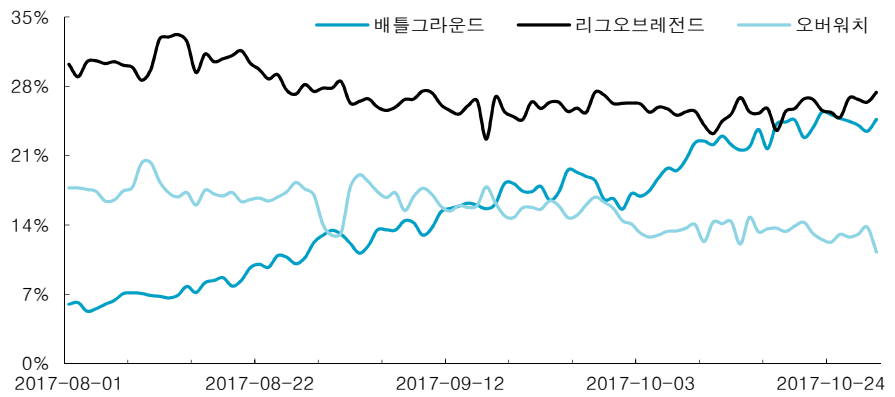
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 3] 카카오페이지 거래액 증가 추이



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 4] 국내 PC방 top 3 게임 점유율 추이



자료: 게임트릭스, 한국투자증권

[그림 5] 카카오광고 상품



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	2,063	2,283	2,508
현금성자산	397	642	1,028	1,189	1,320
매출채권및기타채권	147	253	297	323	346
재고자산	5	13	17	20	22
비유동자산	2,218	4,267	4,336	4,434	4,606
투자자산	133	256	287	316	351
유형자산	219	254	264	274	284
무형자산	1,856	3,733	3,757	3,810	3,934
자산총계	3,188	5,484	6,399	6,716	7,114
유동부채	316	806	1,655	1,907	2,212
매입채무및기타채무	119	323	356	393	436
단기차입금및단기사채	4	200	150	120	90
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	975	898	831	771
사채	199	795	706	630	565
장기차입금및금융부채	0	0	1	1	1
부채총계	603	1,781	2,573	2,762	3,009
지배주주지분	2,552	3,433	3,539	3,651	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	411	522	653
비지배주주지분	33	270	287	304	324
자본총계	2,585	3,703	3,826	3,954	4,105

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	162	317	952	561	638
당기순이익	79	65	137	144	167
유형자산감가상각비	49	56	60	63	66
무형자산상각비	26	58	77	79	81
자산부채변동	(0)	115	638	239	287
기타	8	23	40	36	37
투자활동현금흐름	(414)	(1,000)	(396)	(262)	(377)
유형자산투자	(76)	(81)	(71)	(74)	(77)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(237)	148	(43)	(41)	(46)
무형자산순증	(7)	(24)	(101)	(132)	(205)
기타	(95)	(1,044)	(182)	(16)	(50)
재무활동현금흐름	197	924	(169)	(138)	(130)
자본의증가	18	146	0	0	0
차입금의순증	211	792	(139)	(106)	(94)
배당금지급	(12)	(11)	(10)	(14)	(16)
기타	(20)	(3)	(20)	(18)	(20)
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	(54)	244	386	161	131

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

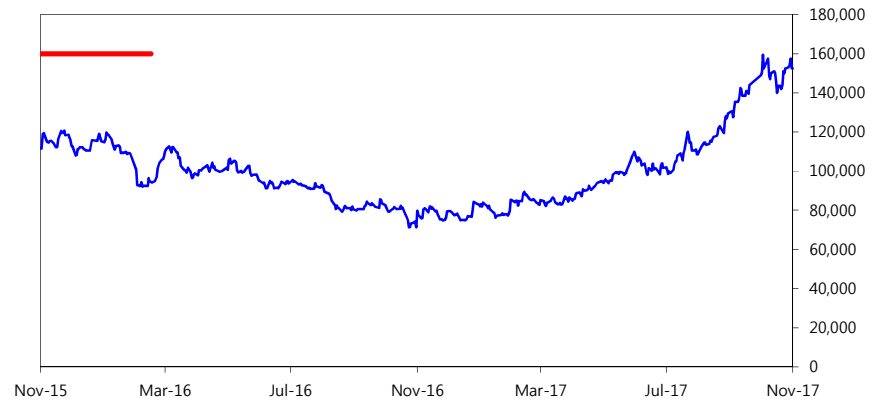
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	932	1,464	1,977	2,309	2,563
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	932	1,464	1,977	2,309	2,563
판매관리비	844	1,348	1,802	2,096	2,314
영업이익	89	116	176	213	249
금융수익	30	25	31	36	38
이자수익	11	9	13	18	20
금융비용	4	24	25	18	14
이자비용	1	14	14	12	11
기타영업외손익	(1)	(6)	(7)	3	(5)
관계기업관련손익	(4)	(10)	(11)	(12)	(11)
세전계속사업이익	110	100	163	221	257
법인세비용	31	35	26	78	90
연결당기순이익	79	65	137	144	167
지배주주지분순이익	76	58	120	127	147
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	77	65	137	144	167
지배주주지분포괄이익	74	58	120	127	147
EBITDA	164	230	313	355	397

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,269	874	1,777	1,872	2,173
BPS	42,485	50,777	52,229	53,871	55,804
DPS	167	148	200	230	240
성장성(%, YoY)					
매출증가율	86.9	57.1	35.0	16.8	11.0
영업이익증가율	(49.8)	31.1	51.2	21.1	17.3
순이익증가율	(49.6)	(23.8)	108.8	5.4	16.1
EPS증가율	(60.9)	(31.1)	103.4	5.3	16.1
EBITDA증가율	(17.8)	40.2	36.3	13.1	11.9
수익성(%)					
영업이익률	9.5	7.9	8.9	9.2	9.7
순이익률	8.1	3.9	6.1	5.5	5.7
EBITDA Margin	17.6	15.7	15.9	15.4	15.5
ROA	2.6	1.5	2.3	2.2	2.4
ROE	3.0	1.9	3.5	3.5	4.0
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
배당성향	13.3	17.3	11.3	12.3	11.0
안정성					
순차입금(십억원)	(547)	121	(605)	(889)	(1,165)
차입금/자본총계비율(%)	8.9	27.2	22.7	19.3	16.3
Valuation(X)					
PER	91.3	88.1	85.8	81.5	70.2
PBR	2.7	1.5	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	39.3	24.3	32.0	27.5	23.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
카카오(035720)	2015.11.05	매수	160,000원	-30.5	-24.5
	2016.02.26	NR	-	-	-
	2016.11.22	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 10일 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.