

카카오(035720)

중립(유지)

4Q17 Preview: 불확실성 해소가 필요하다

성수기 진입에 따른 안정적인 실적 기대

카카오의 4분기 실적을 매출액 5,521억원(+21.6% YoY, +7.1% QoQ), 영업이익 468억원(+22.6% YoY, -1.2% QoQ)으로 추정한다. 알람톡 이용업체 증가와 오토뷰 등 신규 광고 상품 사업 호조에 따른 카카오 광고 매출 증가로 광고 매출액은 1,747억원(+23.5% YoY, +15.4% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 게임 매출액은 퍼블리싱 모바일 및 PC 게임 매출 감소로 전분기 대비 9.9% 감소한 846억원에 그칠 전망이다. 기타 부문 매출은 커머스 사업 성수기 진입으로 1,118억원(+23.1% YoY, +9.2% QoQ)으로 증가할 것이다. 한편 인센티브 지급과 신규 게임 및 O2O 서비스 관련 마케팅 확대에 인건비와 광고선전비는 전분기 대비 각각 5.3%, 13.8% 늘어날 것으로 추정한다.

핵심 성장 동력들의 점진적인 성장 예상

카카오 광고 등 핵심 성장 동력들의 점진적인 성장이 예상된다. 2018년 카카오 광고 매출액은 신규 광고 상품 출시와 하반기부터 수익 기여가 본격화 될 것으로 예상되는 '카카오 모멘트 서클' 효과로 2,370억원(+42.3% YoY)으로 증가할 전망이다. 게임 사업의 경우 경쟁 심화에 따른 신작 흥행 가능성 하락으로 모바일 부문의 성장은 제한적일 것으로 예상되지만 '배틀그라운드' 매출 반영으로 PC 부문의 성과가 개선될 것이다. 플랫폼 지배력을 기반으로 한 '카카오 드라이버'의 꾸준한 성장과 B2B 택시 수익화 또한 긍정적인 요소라고 판단한다.

중립의견 유지, 불확실성 해소가 필요

카카오에 대한 중립의견을 유지한다. 카카오게임즈 등 보유 자회사 가치 상승과 기존 사업들의 점진적인 성과 개선을 통한 기업 가치 확대에 대한 기대감은 유효하다. 하지만 최근 주가 상승의 원인인 두나무에 대한 불확실성이 크다고 판단한다. 급격히 상승한 거래액 수준의 지속성과 가상화폐에 대한 정부의 규제 관련 우려가 존재하기 때문에 적정 가치 반영에는 아직 무리가 있다. GDR 발행을 통한 투자 또한 단기적인 실적 개선에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상되어 높은 Valuation에 대한 우려도 지속될 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	1,980	177	126	1,864	113.3	315	73.5	28.5	2.6	3.6	0.1
2018F	2,295	249	154	2,269	21.7	391	61.9	20.4	2.2	3.7	0.2
2019F	2,539	275	172	2,278	0.4	422	61.7	18.4	2.2	3.5	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

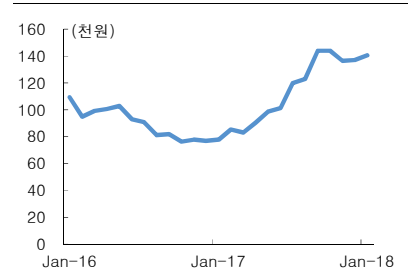
Stock Data

KOSPI(1/15)	2,504
주가(1/15)	145,000
시가총액(십억원)	9,847
발행주식수(백만)	68
52주 최고/최저가(원)	161,000/76,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	127,528
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.9/24.4
주요주주(%)	김범수 외 29 인 36.0
	MAXIMO PTE 8.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.8	46.5	72.8
KOSPI 대비(%p)	0.9	42.8	52.3

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 카카오 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	443.8	468.4	515.4	552.1	536.2	554.9	575.7	628.6	1,464.2	1,979.7	2,295.4
광고	133.3	151.4	151.5	174.8	167.4	180.3	173.9	195.3	534.0	611.0	716.9
다음	102.6	115.1	106.0	120.8	115.4	123.0	113.4	128.2	415.0	444.5	479.9
카카오	30.7	36.3	45.4	54.0	51.9	57.3	60.6	67.2	119.0	166.5	237.0
콘텐츠	223.7	234.4	261.5	265.5	275.0	283.5	295.2	312.4	701.9	985.0	1,166.0
게임	80.3	78.7	93.9	84.6	89.8	92.6	96.9	97.1	320.3	337.5	376.4
뮤직	110.3	117.1	122.1	127.4	128.7	130.9	133.9	139.7	296.3	476.9	533.2
기타	33.1	38.7	45.5	53.5	56.4	60.0	64.4	75.6	85.3	170.7	256.5
기타	86.8	82.7	102.4	111.8	93.9	91.1	106.6	120.8	228.4	383.7	412.4
카카오 커머스	24.3	24.9	29.2	35.5	28.0	29.9	29.5	40.1	72.5	113.8	127.6
기타 커머스	24.3	23.9	29.2	35.3	25.2	24.7	30.2	36.6	61.0	112.7	116.7
LOEN 기타	26.6	20.7	31.8	25.4	27.4	21.3	32.7	26.2	70.4	104.4	107.5
기타(O2O 등)	11.6	13.2	12.3	15.6	13.3	15.2	14.1	18.0	24.5	52.7	60.6
영업비용	405.5	423.8	468.0	505.3	479.8	493.6	516.1	556.7	1,348.1	1,802.6	2,046.2
인건비	97.6	101.1	98.2	103.4	100.6	104.8	106.6	111.9	352.7	400.2	424.0
지급수수료	160.4	178.8	189.8	203.3	197.4	204.3	211.9	231.4	515.0	732.2	845.1
광고선전비	25.0	21.9	33.5	38.1	34.9	36.1	37.4	40.9	83.8	118.4	149.2
광고대행수수료	19.1	24.0	22.0	21.8	22.9	23.6	24.6	24.8	85.0	86.8	96.0
콘텐츠수수료	24.9	28.3	33.7	37.0	38.9	39.7	40.4	41.3	79.7	123.9	160.2
기타	78.6	69.8	91.0	101.7	85.1	85.2	95.1	106.5	231.9	341.1	371.8
영업이익	38.3	44.6	47.4	46.8	56.4	61.3	59.6	71.9	116.1	177.1	249.2
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	8.5%	10.5%	11.0%	10.4%	11.4%	7.9%	8.9%	10.9%
당기순이익	54.5	12.5	39.9	34.7	37.1	42.7	44.0	51.2	65.4	141.6	174.9
당기순이익률	12.3%	2.7%	7.7%	6.3%	6.9%	7.7%	7.6%	8.1%	4.5%	7.2%	7.6%

자료: 카카오, 한국투자증권

〈표 2〉 SoTP 벨류에이션

(단위: 십억원, 원)

내용	값	비고
I. 포털가치	1,295.9	
18F Daum 순이익	72.0	
Target PER	18.0	동종업체 평균 PER 10% 할인
II. 카카오톡 가치	3,963.5	
18F 카카오 매출액	541.8	
Target PSR	7.3	Tencent 2018F PSR 30% 할인
III. 로엔가치	2,674.0	
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	1,204.4	
18F 매출액	376.4	
순이익률	20%	
Target PER	20.0	
지분율%	80%	
VIII. 카카오뱅크	140.0	
적정 가치	1,400.0	
지분율%	10%	
적정 시가 총액	11,079.5	
목표주가	145,000	

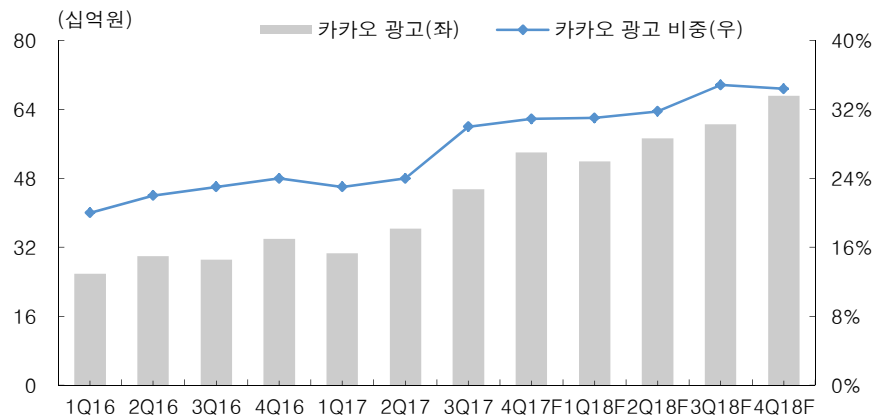
자료: 카카오, 한국투자증권

〈표 3〉 카카오 GDR 발행개요

주요 사항	비고
증권 종류 및 모집 방법	기명식 보통주, 제3자 배정, GDR 상장
발행 주식 수(주)	7,546,520
발행주식 총수(주)	75,455,047
모집가액(원)	144,000
모집총액(십억원)	1,087
액면가(원)	500
청약기일	2018년 1월 18일 ~ 2018년 1월 23일
납입기일	2018년 1월 24일
GDR 발행	2018년 1월 25일
신주상장(KRX)	2018년 2월 01일
GDR 상장(SGX)	2018년 2월 02일

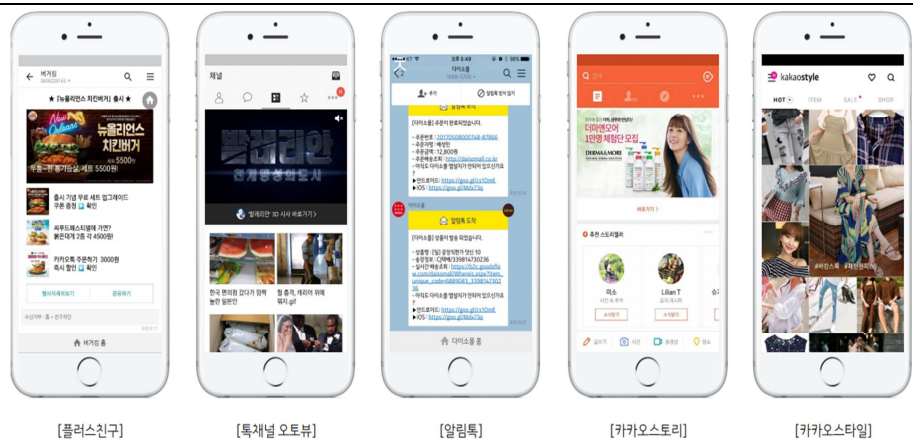
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 1] 전체 광고매출 내 카카오광고 비중 추이 및 전망



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 2] 카카오광고 상품



자료: 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	2,066	3,268	3,462
현금성자산	397	642	1,029	2,181	2,285
매출채권및기타채권	147	253	297	321	343
재고자산	5	13	17	20	22
비유동자산	2,218	4,267	4,341	4,409	4,566
투자자산	133	256	287	314	348
유형자산	219	254	264	274	284
무형자산	1,856	3,733	3,761	3,787	3,898
자산총계	3,188	5,484	6,407	7,677	8,029
유동부채	316	806	1,656	1,746	1,980
매입채무및기타채무	119	323	356	390	432
단기차입금및단기사채	4	200	150	120	90
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	975	898	830	769
사채	199	795	706	630	565
장기차입금및금융부채	0	0	1	1	1
부채총계	603	1,781	2,574	2,600	2,775
지배주주지분	2,552	3,433	3,545	4,769	4,923
자본금	30	34	34	38	38
자본잉여금	2,274	3,105	3,105	4,188	4,188
기타자본	(9)	(11)	(11)	(11)	(11)
이익잉여금	256	304	417	553	707
비지배주주지분	33	270	287	308	331
자본총계	2,585	3,703	3,833	5,077	5,254

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	162	317	960	437	599
당기순이익	79	65	143	175	195
유형자산감가상각비	49	56	60	63	66
무형자산상각비	26	58	78	78	80
자산부채변동	(0)	115	638	80	218
기타	8	23	41	41	40
투자활동현금흐름	(414)	(1,000)	(402)	(228)	(359)
유형자산투자	(76)	(81)	(71)	(74)	(77)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(237)	148	(43)	(39)	(45)
무형자산순증	(7)	(24)	(106)	(104)	(191)
기타	(95)	(1,044)	(183)	(12)	(47)
재무활동현금흐름	197	924	(170)	943	(136)
자본의증가	18	146	0	1,087	0
차입금의순증	211	792	(139)	(106)	(94)
배당금지급	(12)	(11)	(10)	(14)	(17)
기타	(20)	(3)	(21)	(24)	(25)
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	(54)	244	388	1,151	105

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	932	1,464	1,980	2,295	2,539
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	932	1,464	1,980	2,295	2,539
판매관리비	844	1,348	1,803	2,046	2,264
영업이익	89	116	177	249	275
금융수익	30	25	38	42	49
이자수익	11	9	13	23	31
금융비용	4	24	26	20	15
이자비용	1	14	8	14	12
기타영업외손익	(1)	(6)	(5)	5	(3)
관계기업관련손익	(4)	(10)	(11)	(12)	(11)
세전계속사업이익	110	100	173	265	296
법인세비용	31	35	29	90	100
연결당기순이익	79	65	143	175	195
지배주주지분순이익	76	58	126	154	172
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	77	65	143	175	195
지배주주지분포괄이익	74	58	126	154	172
EBITDA	164	230	315	391	422

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,269	874	1,864	2,269	2,278
BPS	42,485	50,777	52,219	63,210	65,248
DPS	167	148	200	230	240
성장성(%, YoY)					
매출증가율	86.9	57.1	35.2	15.9	10.6
영업이익증가율	(49.8)	31.1	52.5	40.7	10.5
순이익증가율	(49.6)	(23.8)	119.1	22.0	11.5
EPS증가율	(60.9)	(31.1)	113.3	21.7	0.4
EBITDA증가율	(17.8)	40.2	37.0	24.0	8.0
수익성(%)					
영업이익률	9.5	7.9	8.9	10.9	10.8
순이익률	8.1	3.9	6.4	6.7	6.8
EBITDA Margin	17.6	15.7	15.9	17.0	16.6
ROA	2.6	1.5	2.4	2.5	2.5
ROE	3.0	1.9	3.6	3.7	3.5
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
배당성향	13.3	17.3	10.7	11.3	10.5
안정성					
순차입금(십억원)	(547)	121	(607)	(1,877)	(2,125)
차입금/자본총계비율(%)	8.9	27.2	22.6	15.0	12.7
Valuation(X)					
PER	91.3	88.1	73.5	61.9	61.7
PBR	2.7	1.5	2.6	2.2	2.2
EV/EBITDA	39.3	24.3	28.5	20.4	18.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 1월 15일 현재 카카오 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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.