



Outperform(Downgrade)

목표주가: 94,000원

주가(2/9): 85,400원

시가총액: 57,785억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/9)	611.04pt
52 주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	112,600원 -24.16%
등락률	19.78%
수익률	절대 상대
1W	3.1%
1M	-8.1%
1Y	-21.6%
	-12.6%

Company Data

발행주식수	67,664천주
일평균 거래량(3M)	290천주
외국인 지분율	22.34%
배당수익률(16E)	0.22%
BPS(16E)	49,551원
주요 주주	김범수 외 1인 MAXIMO
	36.2% 8.3%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,322	14,642	18,386	21,340
보고영업이익	886	1,161	2,158	3,484
핵심영업이익	886	1,161	2,158	3,484
EBITDA	1,640	2,268	3,336	4,539
세전이익	1,095	1,001	2,095	3,460
순이익	788	672	1,491	2,462
자체주주지분순이익	757	605	1,337	2,207
EPS(원)	1,269	917	1,975	3,262
증감률(%YoY)	-79.3	-27.7	115.3	65.1
PER(배)	91.2	83.9	43.2	26.2
PBR(배)	2.7	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	40.8	26.1	20.1	14.0
보고영업이익률(%)	9.5	7.9	11.7	16.3
핵심영업이익률(%)	9.5	7.9	11.7	16.3
ROE(%)	3.1	2.2	4.2	6.8
순부채비율(%)	-21.5	4.2	7.2	-2.3

Price Trend



실적리뷰

카카오 (035720)

하반기에 광고의 반등을 꾀하다



카카오의 4Q실적은 당사 추정치 대비 상회하는 수준을 기록하였다. 콘텐츠와 커머스부문의 실적호조 때문이다. 4Q실적은 매출액 4,538억원(QoQ, +16.0%), 영업이익 382억원(QoQ, +26.1%)을 기록하였다. 올해 커머스 부문의 성장이 눈에 띌 것으로 관측되는 가운데 3Q부터 본격 시작되는 광고플랫폼의 성과가 중요할 것으로 전망된다.

>>> 뛰어난 성과를 보인 콘텐츠, 커머스

카카오의 4Q실적은 매출액 4,538억원(QoQ, +16.0%), 영업이익 382억원(QoQ, +26.1%)을 기록하며 당사 추정치대비 상회하는 실적을 기록하였다. 프랜즈스토어, 선물하기 등의 커머스 매출이 높은 성장세를 보여주었고 카카오페이, 게임 등의 콘텐츠 매출도 호조세를 보였다. 광고매출도 성수기시즌 효과로 증가하였다. 다만 비용적인 측면에서 인센티브 지급에 의한 인건비 상승, 마케팅비용 상승이 존재하면서 영업이익률은 예상과 비슷한 수준을 기록하였다. 실적발표에서는 카카오톡을 활용한 서비스 확대에 초점을 맞추었으며 플러스친구의 개편을 통해서 주문/예약/상담이 가능한 플랫폼으로 진화시킬 계획을 발표하였다.

>>> 커머스는 긍정적 전망, 하반기 광고의 반등이 관건

커머스의 놀라운 성장세는 지속될 것으로 기대된다. 특히 4Q의 놀라운 효과를 거두었던 흥대점이 온기 반영되기 때문에 연말 성수기효과가 감소한다고 하더라도 감소 폭이 소폭에 그칠 것으로 전망된다. 또한 상반기 2개의 플래그십 스토어가 추가로 오픈 할 예정이기 때문에 기타부문의 매출을 견인 할 것으로 기대된다. 게임부문은 온라인부문의 회복이 긍정적이지만 모바일부문은 리니지2:레볼루션과 포켓몬고의 영향으로 1Q에 매출이 크게 감소할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 향후 퍼블리싱 게임과 관련한 양질의 소싱이 중요해진 시점이다. 광고부문은 상반기까지 비효율 네트워크 제거 영향이 이어질 것으로 전망된다. 관건은 광고플랫폼, 플러스친구 등의 개편에 따른 효과가 나타날 것으로 기대되는 하반기다. 개편된 서비스들의 성과가 나와야지 하반기 실질적인 반등이 나타날 수 있을 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 Outperform 하향, 목표주가 94,000원 유지

투자의견을 Outperform으로 하향하고, 목표주가 94,000원은 유지한다. 이번 실적발표는 콘텐츠와 기타부문이 성과를 이끌고 있다는 점에서 긍정적이나 전체적인 고정비 증가(마케팅비용, 인건비 등)가 전망된다는 점에서 광고의 성장이 필수불가결하다. 2017년 예상실적 추정치의 변동이 거의 없는 가운데 최근 주가 상승으로 목표주가 대비 상승여력이 감소함에 따라 투자의견을 하향 조정 한다.

4Q실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전분기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	4,538	16.0	4,190	8.3	4,194	8.2
영업이익	382	26.1	344	11.0	347	10.1
당기순이익(지배주주)	294	115.5	184	59.8	195	50.8

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

카카오 실적 Table (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
매출액	2,425	3,765	3,914	4,538	4,250	4,451	4,632	5,054	9,322	14,642	18,386
광고플랫폼	1,294	1,362	1,269	1,415	1,309	1,407	1,435	1,632	6,007	5,340	5,783
콘텐츠플랫폼	916	1,904	1,984	2,215	2,051	2,127	2,202	2,317	2,736	7,019	8,697
게임 콘텐츠	703	783	785	932	800	793	811	831	2,324	3,203	3,235
뮤직 콘텐츠	34	905	955	1,069	1,017	1,081	1,118	1,180	154	2,963	4,396
기타 콘텐츠	179	216	244	214	234	253	273	306	258	853	1,067
기타	215	499	661	908	890	917	995	1,104	579	2,284	3,906
영업비용	2,214	3,499	3,611	4,157	3,850	3,969	4,066	4,343	8,435	13,480	16,228
인건비	637	756	756	838	771	782	787	815	2,184	2,986	3,155
복리후생비	104	160	126	151	152	148	152	160	511	541	612
감가상각비	130	145	143	144	146	145	148	143	491	562	582
지급수수료	649	1,430	1,466	1,620	1,551	1,602	1,644	1,794	2,438	5,165	6,592
광고선전비	77	160	188	361	242	294	321	350	568	838	1,207
광고대행수수료	206	209	194	227	225	236	245	258	985	835	965
기타	89	212	242	339	276	283	285	328	301	882	1,172
영업이익	211	266	303	382	399	482	566	711	887	1,162	2,158
영업이익률	8.7%	7.1%	7.7%	8.4%	9.4%	10.8%	12.2%	14.1%	9.5%	7.9%	11.7%

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

커머스 매출증가를 이끈 흥대 프랜즈 플래그십



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

For kakao 게임들의 현재 순위(기준: 2/9일)

모바일게임 매출 순위(Google 기준)			
순위	게임명	순위	게임명
3	모두의마블	23	아이러브나이키
4	세븐나이츠	26	로드오브다이스
15	별이되어라	27	몬스터 길들이기
16	프랜즈팝콘	28	애니팡2
17	애니팡3	30	검과마법
19	데스티니차일드	37	백발백중
온라인게임 순위			
순위	게임명	순위	게임명
18	검은사막	23	검은사막

자료: App Annie, 각종 자료 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,989	9,322	14,642	18,386	21,340
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,989	9,322	14,642	18,386	21,340
판매비 및 일반관리비	3,224	8,436	13,481	16,229	17,856
영업이익(보고)	1,764	886	1,161	2,158	3,484
영업이익(핵심)	1,764	886	1,161	2,158	3,484
영업외손익	-76	210	-160	-63	-25
이자수익	60	110	22	20	23
배당금수익	0	1	7	29	34
외환이익	5	24	69	0	0
이자비용	0	8	34	122	122
외환손실	7	16	3	0	0
관계기업지분법손익	-40	104	-104	9	44
투자및기타자산처분손익	0	147	-12	-18	-19
금융상품평가및기타금융이익	4	1	-42	0	0
기타	-97	-152	-63	18	16
법인세차감전이익	1,688	1,095	1,001	2,095	3,460
법인세비용	190	308	330	604	997
유효법인세율 (%)	11.3%	28.1%	32.9%	28.8%	28.8%
당기순이익	1,498	788	672	1,491	2,462
지배주주지분순이익(억원)	1,501	757	605	1,337	2,207
EBITDA	1,995	1,640	2,268	3,336	4,539
현금순이익(Cash Earnings)	1,729	1,542	1,778	2,669	3,517
수정당기순이익	1,495	682	712	1,504	2,476
증감율(% YoY)					
매출액	136.7	86.9	57.1	25.6	16.1
영업이익(보고)	167.9	-49.8	31.1	85.8	61.5
영업이익(핵심)	167.9	-49.8	31.1	85.8	61.5
EBITDA	174.8	-17.8	38.3	47.1	36.1
지배주주지분 당기순이익	144.4	-49.6	-20.0	120.8	65.1
EPS	35.0	-79.3	-27.7	115.3	65.1
수정순이익	143.4	-54.4	4.4	111.4	64.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,340	1,998	28,034	-567	3,504
당기순이익	1,688	1,095	672	1,491	2,462
감가상각비	171	491	553	583	469
무형자산상각비	59	263	554	596	586
외환손익	-2	-2	-67	0	0
자산처분손익	1	6	12	18	19
지분법손익	26	45	104	-9	-44
영업활동자산부채 증감	198	376	1,799	-927	40
기타	199	-276	24,407	-2,318	-29
투자활동현금흐름	1,654	-4,495	-35,792	-912	-875
투자자산의 처분	-2	-3,319	-523	-801	-755
유형자산의 처분	1	12	0	0	0
유형자산의 취득	-128	-761	-637	-127	-127
무형자산의 처분	-98	-72	-34,351	-8	-9
기타	1,881	-355	-281	25	17
재무활동현금흐름	289	1,949	9,082	-280	124
단기차입금의 증가	-65	-24	1,955	0	0
장기차입금의 증가	0	2,114	6,300	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-116	-100	-113	-113
기타	354	-24	928	-167	237
현금및현금성자산의순증가	4,278	-541	1,324	-1,758	2,753
기초현금및현금성자산	234	4,512	3,972	5,295	3,537
기말현금및현금성자산	4,512	3,972	5,295	3,537	6,290
Gross Cash Flow	2,142	1,622	26,235	360	3,464
Op Free Cash Flow	1,768	934	-31,240	1,680	3,485

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,983	9,701	11,403	10,728	14,637
현금및현금성자산	4,512	3,972	5,295	3,537	6,290
유동금융자산	1,892	3,799	3,314	4,045	4,695
매출채권및유동채권	1,557	1,874	1,808	2,043	2,371
재고자산	20	54	0	0	0
기타유동비금융자산	1	2	985	1,103	1,280
비유동자산	19,697	22,184	42,581	41,533	40,815
장기매출채권및기타비유동채권	313	308	545	496	555
투자자산	496	1,116	2,200	2,286	2,464
유형자산	1,969	2,191	2,331	1,875	1,534
무형자산	16,890	18,556	37,223	36,635	36,058
기타비유동자산	30	14	283	241	205
자산총계	27,680	31,885	53,984	52,261	55,452
유동부채	2,275	3,161	7,998	7,357	7,953
매입채무및기타유동채무	2,048	2,546	2,298	2,043	2,134
단기차입금	1	221	2,176	2,176	2,176
유동성장기차입금	0	1	0	0	0
기타유동부채	226	393	3,524	3,139	3,643
비유동부채	773	2,869	9,774	9,626	9,872
장기매입채무및비유동채무	18	19	36	55	64
사채및장기차입금	3	1,997	7,954	7,954	7,954
기타비유동부채	753	853	1,784	1,617	1,854
부채총계	3,048	6,030	17,772	16,983	17,824
자본금	291	301	338	338	338
주식발행초과금	22,590	22,742	30,254	30,254	30,254
이익잉여금	1,907	2,563	3,068	4,300	6,397
기타자본	-242	-82	-156	-156	-156
지배주주지분자본총계	24,546	25,524	33,504	34,737	36,833
비지배주주지분자본총계	86	331	2,708	542	795
자본총계	24,632	25,855	36,212	35,278	37,628
순차입금	-6,402	-5,553	1,523	2,550	-853
총차입금	3	2,218	10,132	10,132	10,132

투자지표

(단위: 원, 배, %)

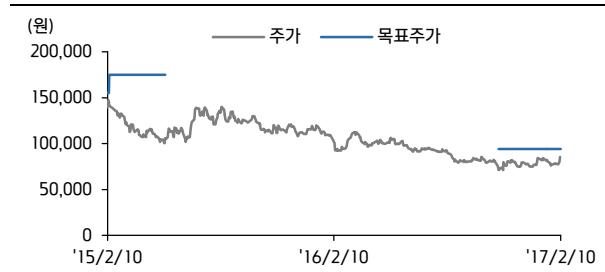
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,117	1,269	917	1,975	3,262
BPS	42,218	42,472	49,551	51,337	54,435
주당EBITDA	8,129	2,751	3,436	4,931	6,709
CFPS	7,045	2,586	2,695	3,945	5,198
DPS	173	167	167	167	167
주가배수(배)					
PER	20.2	91.2	83.9	43.2	26.2
PBR	2.9	2.7	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA	32.5	40.8	26.1	20.1	14.0
PCFR	17.5	44.8	28.6	21.6	16.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	35.4	9.5	7.9	11.7	16.3
영업이익률(핵심)	35.4	9.5	7.9	11.7	16.3
EBITDA margin	40.0	17.6	15.5	18.1	21.3
순이익률	30.0	8.4	4.6	8.1	11.5
자기자본이익률(ROE)	11.3	3.1	2.2	4.2	6.8
투하자본이익률(ROIC)	67.9	14.7	4.1	4.2	6.9
안정성(%)					
부채비율	12.4	23.3	49.1	48.1	47.4
순차입금비율	-26.0	-21.5	4.2	7.2	-2.3
이자보상배율(배)	4,316.6	105.9	34.3	17.7	28.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	5.4	8.0	9.6	9.7
재고자산회전율	495.0	253.0	547.1	N/A	N/A
매입채무회전율	4.1	4.1	6.0	8.5	10.2

- 당사는 2월 9일 현재 '카카오 (035720)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
카카오			
(035720)	2015/02/13	BUY(Maintain)	175,000원
담당자변경	2016/11/02	BUY(Reinitiate)	94,000원
2016/11/11		BUY(Maintain)	94,000원
2016/11/24		BUY(Maintain)	94,000원
2017/02/10		Outperform(Downgrade)	94,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%