



Marketperform(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(2/8): 126,500원

시가총액: 96,422억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dillog10@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|-------------|----------|------------|
| KOSPI (2/8) | | 2,407.62pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 161,000원 | 82,524원 |
| 등락률 | -21.43% | 53.29% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -20.7% | -17.2% |
| 6M | 14.0% | 13.4% |
| 1Y | 57.9% | 35.4% |

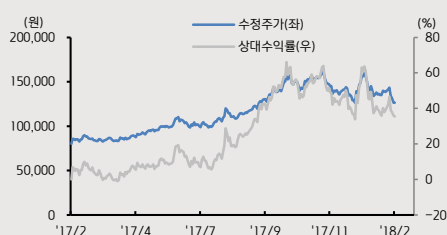
Company Data

| | |
|-------------|----------|
| 발행주식수 | 76,223천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 1,102천주 |
| 외국인 지분율 | 25.65% |
| 배당수익률(17E) | 0.00% |
| BPS(17E) | 58,776원 |
| 주요 주주 | 김범수 외 1인 |
| | MAXIMO |
| | 32.0% |
| | 7.4% |

투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,322 | 14,622 | 19,724 | 22,288 |
| 보통영업이익 | 886 | 1,161 | 1,650 | 2,074 |
| 핵심영업이익 | 886 | 1,161 | 1,650 | 2,074 |
| EBITDA | 1,640 | 2,299 | 2,905 | 3,117 |
| 세전이익 | 1,095 | 1,003 | 1,550 | 2,122 |
| 순이익 | 788 | 655 | 1,275 | 1,422 |
| 지배주주지분순이익 | 757 | 577 | 1,107 | 1,137 |
| EPS(원) | 1,269 | 874 | 1,632 | 1,503 |
| 증감률(%YoY) | -79.3 | -31.2 | 86.8 | -7.9 |
| PER(배) | 9.2 | 88.5 | 83.9 | 91.2 |
| PBR(배) | 2.7 | 1.5 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA(배) | 40.8 | 26.2 | 34.6 | 32.2 |
| 보통영업이익률(%) | 9.5 | 7.9 | 8.4 | 9.3 |
| 핵심영업이익률(%) | 9.5 | 7.9 | 8.4 | 9.3 |
| ROE(%) | 3.1 | 2.1 | 3.1 | 2.9 |
| 순부채비율(%) | -21.5 | 3.1 | -15.0 | -28.8 |

Price Trend



실적리뷰

카카오 (035720)

올해도 투자의 해



카카오의 4Q실적은 매출액 5,447억원(QoQ, +5.7%), 영업이익 347억원(QoQ, -26.7%)을 기록하며 기대를 하회하였습니다. 성수기 시즌에 따른 커머스의 호조가 눈에 띄었고 웹툰 등의 콘텐츠도 호조를 보였지만 광고의 성장이 제한적이었고 게임의 부진이 있었습니다. 올해도 공격적인 투자집행이 나타날 것으로 예상됨에 따라 이익률 개선시점은 당초 예상보다 늦어질 것으로 전망됩니다.

>>> 웹툰, 커머스의 호조 vs 게임의 부진

카카오의 4Q실적은 매출액 5,447억원(QoQ, +5.7%), 영업이익 347억원(QoQ, -26.7%)을 기록하며 기대치를 하회하였다. 4Q가 성수기임에도 광고매출은 기대대비 성장이 제한적이었으며 게임은 모바일의 부진이 뼈아팠다. 반면, 웹툰은 기대 이상의 성적을 거두었으며 성수기 시즌으로 커머스의 매출이 증가하였다. 비용적인 측면에서는 상여금 지급(176억원)으로 인건비가 상승하면서 기대치를 밑도는 실적을 기록하였다.

1Q는 광고 비수기에 해당하고 모바일 게임부진이 더 심화되는 모습을 보일 것으로 전망된다. 웹툰과 커머스 부분에서의 성과 유지가 실적의 관건이 될 것으로 판단된다. 비용적인 측면에서는 인센티브 지급효과가 감소하겠지만 신규사업 마케팅이 일부 1Q로 지연되면서 4Q대비 증가할 것으로 전망됨에 따라 이익개선은 어려울 것으로 판단된다.

>>> 이익률 개선은 다시 내년으로

이번 실적발표에서는 공격적인 투자기조에 대한 언급이 있었다. GDR상장을 통해 확보된 자금으로 투자기조를 더욱 확대해갈 계획이다. 특히 기술투자에 대한 관심이 높은 것으로 나타남에 따라 투자에 따른 비용확대 가능성이 높다고 판단된다. 올해 기존 사업들의 성장과 신규사업들의 높은 성장세로 매출액의 성장은 충분히 가능하겠지만 신규사업 확대에 따른 마케팅비용 증가도 수반될 것으로 전망됨에 따라 이익률 개선 시점은 당초 예상보다 늦어질 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 130,000원 하향

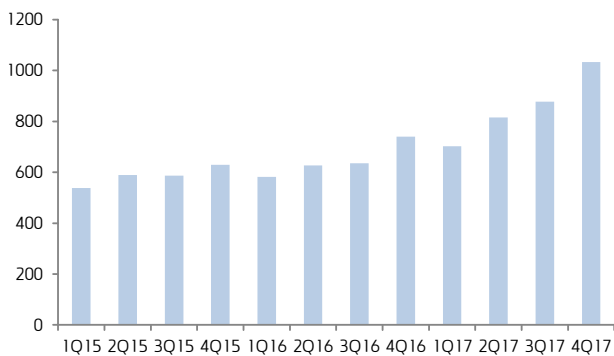
투자의견을 Marketperform을 유지하고, 목표주가는 130,000원으로 하향한다. GDR상장에 따른 주식 수 증가가 있었고 2018년 예상 매출액을 소폭 하향조정 함에 따라 목표주가를 하향(PSR 4.5배, Tencent PSR의 45%)하였다. 올해도 GDR을 통해 확보한 자금을 활용하여 공격적인 투자집행을 암시하였기 때문에 매출 성장에 비해 실적 개선효과는 상대적으로 낮을 것으로 전망된다. 이에 투자의견 Marketperform을 유지한다.

카카오 실적 Table (단위: 억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17P | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016 | 2017 | 2018E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 4,438 | 4,684 | 5,154 | 5,447 | 5,294 | 5,471 | 5,571 | 5,951 | 14,642 | 19,724 | 22,288 |
| 광고플랫폼 | 1,333 | 1,514 | 1,515 | 1,595 | 1,519 | 1,610 | 1,554 | 1,735 | 5,340 | 5,957 | 6,418 |
| 콘텐츠플랫폼 | 2,218 | 2,363 | 2,615 | 2,659 | 2,601 | 2,651 | 2,747 | 2,831 | 7,019 | 9,855 | 10,830 |
| 게임 콘텐츠 | 803 | 787 | 939 | 892 | 847 | 862 | 868 | 859 | 3,203 | 3,421 | 3,436 |
| 뮤직 콘텐츠 | 1,103 | 1,171 | 1,221 | 1,291 | 1,286 | 1,299 | 1,364 | 1,405 | 2,963 | 4,785 | 5,354 |
| 기타 콘텐츠 | 312 | 405 | 455 | 477 | 467 | 491 | 515 | 567 | 853 | 1,649 | 2,040 |
| 기타 | 887 | 808 | 1,024 | 1,193 | 1,175 | 1,210 | 1,270 | 1,385 | 2,284 | 3,911 | 5,040 |
| 영업비용 | 4,054.5 | 4,238.0 | 4,680.5 | 5,100.1 | 4,880.9 | 4,900.4 | 4,950.4 | 5,481.8 | 13,480 | 18,072 | 20,213 |
| 인건비 | 848 | 881 | 847 | 1,030 | 893 | 917 | 945 | 1,160 | 2,986 | 3,605 | 3,915 |
| 복리후생비 | 134 | 130 | 135 | 134 | 137 | 145 | 153 | 157 | 541 | 534 | 592 |
| 감가상각비 | 148 | 149 | 153 | 157 | 161 | 162 | 158 | 165 | 562 | 607 | 646 |
| 지급수수료 | 1,604 | 1,788 | 1,898 | 2,015 | 1,951 | 2,024 | 2,061 | 2,202 | 5,165 | 7,304 | 8,239 |
| 광고전선비 | 250 | 219 | 335 | 361 | 403 | 324 | 265 | 341 | 838 | 1,165 | 1,333 |
| 광고대행수수료 | 191 | 240 | 220 | 236 | 246 | 250 | 257 | 262 | 835 | 886 | 1,015 |
| 기타 | 373 | 292 | 497 | 515 | 462 | 443 | 468 | 525 | 882 | 1,678 | 1,898 |
| 영업이익 | 383 | 446 | 474 | 347 | 413 | 571 | 621 | 469 | 1,162 | 1,650 | 2,075 |
| 영업이익률 | 8.6% | 9.5% | 9.2% | 6.4% | 7.8% | 10.4% | 11.1% | 7.9% | 7.9% | 8.4% | 9.3% |

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

모바일광고 매출 추이(단위: 억원)



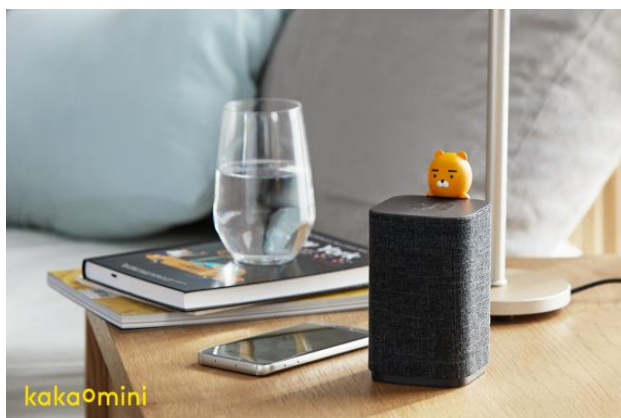
자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

상위권 비중이 낮아지는 for kakao 게임들(기준: 2/8일)

| 모바일게임 매출 순위(Google 기준) | | | |
|------------------------|--------|-----|-------------------------|
| 순위 | 게임명 | 순위 | 게임명 |
| 4위 | 모두의마블 | 33위 | 프렌즈팝콘 |
| 11위 | 세븐나이트 | 39위 | 양상블스타즈 |
| 14위 | 그랜드체이스 | 44위 | 애니팡2 |
| 21위 | 열혈강호M | 48위 | 음양사 |
| 26위 | 위베어베어스 | 59위 | 몬스터길들이기 |
| 27위 | 애니팡3 | 64위 | 백발백중 |
| 온라인게임 순위 | | | |
| 순위 | 게임명 | 순위 | 게임명 |
| 18위 | 검은사막 | 1위 | 배틀그라운드(스팀+카카오): 점유율 36% |

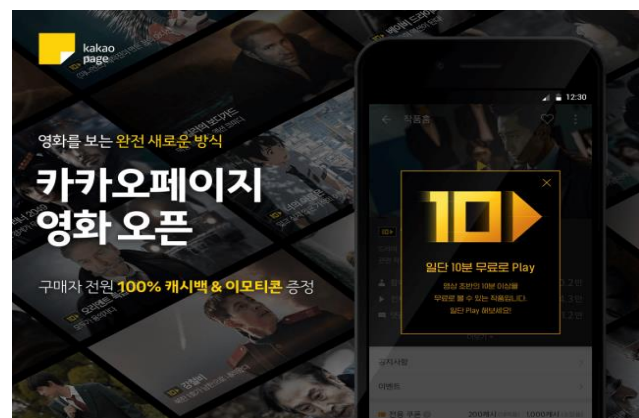
자료: App Annie, 각종 자료 키움증권 리서치센터

8만대 판매량을 달성한 카카오 미니



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

카카오페이지의 VOD서비스 시작



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,322 | 14,642 | 19,724 | 22,288 | 25,292 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 9,322 | 14,642 | 19,724 | 22,288 | 25,292 |
| 판매비및일반관리비 | 8,436 | 13,481 | 18,073 | 20,214 | 21,938 |
| 영업이익(보고) | 886 | 1,161 | 1,650 | 2,074 | 1,876 |
| 영업이익(핵심) | 886 | 1,161 | 1,650 | 2,074 | 3,354 |
| 영업외손익 | 210 | -158 | -100 | 48 | 0 |
| 이자수익 | 110 | 95 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금수익 | 1 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 24 | 158 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 8 | 143 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손실 | 16 | 80 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 104 | -5 | 97 | 44 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 147 | 11 | 3 | 4 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 1 | -29 | 364 | 0 | 0 |
| 기타 | -152 | -172 | -563 | 0 | 0 |
| 법인세차감전이익 | 1,095 | 1,003 | 1,550 | 2,122 | 3,354 |
| 법인세비용 | 308 | 348 | 275 | 700 | 1,040 |
| 유호법인세율 (%) | 28.1% | 34.7% | 17.7% | 33.0% | 31.0% |
| 당기순이익 | 788 | 655 | 1,275 | 1,422 | 2,314 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 757 | 577 | 1,107 | 1,137 | 1,852 |
| EBITDA | 1,640 | 2,299 | 2,905 | 3,117 | 4,406 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,542 | 1,792 | 2,531 | 2,465 | 3,366 |
| 수정당기순이익 | 682 | 666 | 1,010 | 1,419 | 2,314 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 86.9 | 57.1 | 34.7 | 13.0 | 13.5 |
| 영업이익(보고) | -49.8 | 31.1 | 42.1 | 25.7 | -9.5 |
| 영업이익(핵심) | -49.8 | 31.1 | 42.1 | 25.7 | 61.7 |
| EBITDA | -17.8 | 40.2 | 26.4 | 7.3 | 41.3 |
| 지배주주지분 당기순이익 | -49.6 | -23.8 | 91.9 | 2.8 | 62.8 |
| EPS | -79.3 | -31.2 | 86.8 | -7.9 | 61.7 |
| 수정순이익 | -54.4 | -2.3 | 51.6 | 40.5 | 63.1 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 1,998 | 3,328 | 8,098 | 495 | 2,862 |
| 당기순이익 | 1,095 | 1,003 | 1,275 | 1,422 | 2,314 |
| 감가상각비 | 491 | 562 | 596 | 453 | 471 |
| 무형자산상각비 | 263 | 576 | 659 | 590 | 581 |
| 외환손익 | -2 | -42 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 4 | 4 | -3 | -4 | 0 |
| 지분법손익 | 45 | 104 | -97 | -44 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | 376 | 1,310 | 1,346 | -84 | -504 |
| 기타 | -274 | -188 | 4,321 | -1,837 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | -4,495 | -10,192 | -7,285 | -3,641 | -2,615 |
| 투자자산의 처분 | -3,236 | -9,162 | -6,678 | -3,066 | -2,042 |
| 유형자산의 처분 | 12 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -761 | -810 | -580 | -550 | -550 |
| 무형자산의 처분 | -72 | -239 | -8 | -9 | 0 |
| 기타 | -439 | 14 | -19 | -16 | -22 |
| 재무활동현금흐름 | 1,949 | 9,273 | -613 | 11,650 | 303 |
| 단기차입금의 증가 | -24 | 2,031 | -489 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 2,114 | 5,926 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 10,658 | 0 |
| 배당금지급 | -116 | -113 | -100 | 0 | 0 |
| 기타 | -24 | 1,430 | -24 | 993 | 303 |
| 현금및현금성자산의순증가 | -541 | 2,445 | 201 | 8,504 | 550 |
| 기초현금및현금성자산 | 4,512 | 3,972 | 6,416 | 6,617 | 15,121 |
| 기말현금및현금성자산 | 3,972 | 6,416 | 6,617 | 15,121 | 15,671 |
| Gross Cash Flow | 1,622 | 2,019 | 6,752 | 580 | 3,366 |
| Op Free Cash Flow | 934 | 2,157 | 3,209 | 1,904 | 2,540 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 유동자산 | 9,701 | 12,170 | 19,033 | 28,514 | 30,869 |
| 현금및현금성자산 | 3,972 | 6,416 | 6,617 | 15,121 | 15,671 |
| 유동금융자산 | 3,799 | 2,450 | 7,860 | 8,469 | 9,611 |
| 매출채권및유동채권 | 1,876 | 3,178 | 1,965 | 2,026 | 2,299 |
| 재고자산 | 54 | 126 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 2,591 | 2,897 | 3,288 |
| 비유동자산 | 22,184 | 42,672 | 44,037 | 46,106 | 46,617 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 308 | 411 | 637 | 669 | 759 |
| 투자자산 | 1,116 | 2,209 | 3,824 | 6,324 | 7,225 |
| 유형자산 | 2,191 | 2,539 | 2,501 | 2,598 | 2,677 |
| 무형자산 | 18,556 | 37,332 | 36,872 | 36,291 | 35,711 |
| 기타비유동자산 | 14 | 181 | 203 | 223 | 246 |
| 자산총계 | 31,885 | 54,841 | 63,071 | 74,620 | 77,486 |
| 유동부채 | 3,161 | 8,060 | 10,400 | 10,713 | 10,959 |
| 매입채무및기타유동채무 | 2,546 | 5,622 | 2,793 | 2,229 | 2,299 |
| 단기차입금 | 221 | 2,039 | 1,550 | 1,550 | 1,550 |
| 유동성장기차입금 | 1 | 0 | 5 | 5 | 5 |
| 기타유동부채 | 393 | 399 | 6,052 | 6,930 | 7,105 |
| 비유동부채 | 2,869 | 9,752 | 8,012 | 9,005 | 9,312 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 19 | 25 | 26 | 27 | 30 |
| 사채및장기차입금 | 1,997 | 7,956 | 6,243 | 6,243 | 6,243 |
| 기타비유동부채 | 853 | 1,770 | 1,743 | 2,735 | 3,038 |
| 부채총계 | 6,030 | 17,812 | 18,412 | 19,718 | 20,271 |
| 자본금 | 301 | 339 | 340 | 381 | 381 |
| 주식발행초과금 | 22,745 | 30,386 | 30,421 | 41,079 | 41,079 |
| 이익잉여금 | 2,563 | 3,040 | 4,046 | 5,184 | 7,035 |
| 기타자본 | -86 | 561 | 5,108 | 5,108 | 5,108 |
| 지배주주지분자본총계 | 25,524 | 34,325 | 39,914 | 51,751 | 53,603 |
| 비지배주주지분자본총계 | 331 | 2,704 | 4,745 | 3,150 | 3,613 |
| 자본총계 | 25,855 | 37,029 | 44,659 | 54,901 | 57,216 |
| 순차입금 | -5,553 | 1,132 | -6,679 | -15,793 | -17,484 |
| 총차입금 | 2,218 | 9,999 | 7,798 | 7,798 | 7,798 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,269 | 874 | 1,632 | 1,503 | 2,429 |
| BPS | 42,472 | 50,765 | 58,776 | 67,894 | 70,323 |
| 주당EBITDA | 2,751 | 3,484 | 4,284 | 4,118 | 5,780 |
| CFPS | 2,586 | 2,716 | 3,731 | 3,256 | 4,416 |
| DPS | 167 | 148 | 0 | 0 | 0 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 91.2 | 88.5 | 83.9 | 91.2 | 56.4 |
| PBR | 2.7 | 1.5 | 2.3 | 2.0 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 40.8 | 26.2 | 34.6 | 32.2 | 22.4 |
| PCFR | 44.8 | 28.5 | 36.7 | 42.1 | 31.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 9.5 | 7.9 | 8.4 | 9.3 | 7.4 |
| 영업이익률(핵심) | 9.5 | 7.9 | 8.4 | 9.3 | 13.3 |
| EBITDA margin | 17.6 | 15.7 | 14.7 | 14.0 | 17.4 |
| 순이익률 | 8.4 | 4.5 | 6.5 | 6.4 | 9.2 |
| 자기자본이익률(ROE) | 3.1 | 2.1 | 3.1 | 2.9 | 4.1 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 14.7 | 13.1 | 5.6 | 4.2 | 7.2 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 23.3 | 48.1 | 41.2 | 35.9 | 35.4 |
| 순차입금비율 | -21.5 | 3.1 | -15.0 | -28.8 | -30.6 |
| 이자보상배율(배) | 105.9 | 8.1 | N/A | N/A | N/A |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 5.4 | 5.8 | 7.7 | 11.2 | 11.7 |
| 재고자산회전율 | 253.0 | 163.5 | 314.2 | N/A | N/A |
| 매입채무회전율 | 4.1 | 3.6 | 4.7 | 8.9 | 11.2 |

Compliance Notice

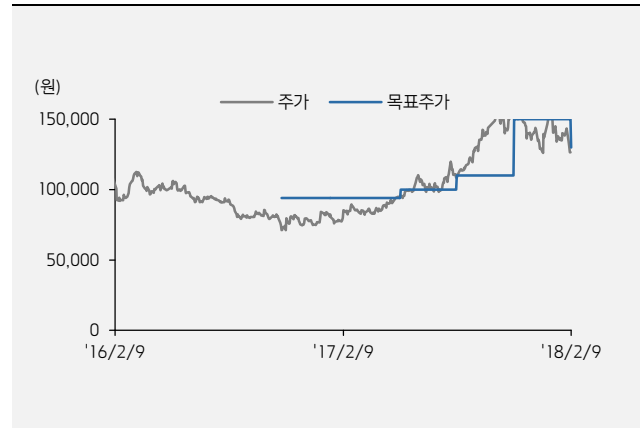
- 당사는 2월 8일 현재 '카카오 (035720)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율 | |
|-----------------|------------|------------------------------|---------|----------------------|------------|------------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 카카오 (035720) | 2016-11-02 | BUY(Reinitiate) | 94,000 | 6개월 | -21.52 | -14.88 |
| | 2016-11-11 | BUY(Maintain) | 94,000 | 6개월 | -17.83 | -12.53 |
| | 2016-11-24 | BUY(Maintain) | 94,000 | 6개월 | -16.23 | -8.79 |
| | 2017-02-10 | Outperform (Downgrade) | 94,000 | 6개월 | -12.54 | -1.10 |
| | 2017-05-12 | Marketperform (Downgrade) | 100,000 | 6개월 | 3.61 | 20.00 |
| | 2017-08-11 | Marketperform (Maintain) | 110,000 | 6개월 | 23.61 | 45.00 |
| | 2017-11-10 | Marketperform (Maintain) | 150,000 | 6개월 | -5.05 | 7.33 |
| | 2018-02-09 | Marketperform (Maintain) | 130,000 | 6개월 | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 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 (2017/01/01~2017/12/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 159 | 95.21% |
| 중립 | 7 | 4.19% |
| 매도 | 1 | 0.60% |