



하나금융그룹

2018년 4월 11일 | Equity Research

카카오 (035720)

부진한 실적에도 풍부한 관전포인트

여전히 관전포인트는 많다

비용증가에 따른 실적부진에도 불구하고 카카오의 중장기 펀더멘털에 대한 전망은 여전히 개선되는 방향이다. 다양한 비즈니스 부문에서 실적개선이 기대되기 때문이다. 가장 가시적인 부분은 “배틀그라운드” 상용화에 따른 실적개선이다. 4월 10일 PC방 점유율 40% 내외를 기록하고 있는 “배틀그라운드”의 카카오유저 상용화가 진행되며 카카오의 점유율 50%, PC방 과금 가능 유저비율 70%, 영업이익률 30%를 가정할 경우, 분기 온기반영 기준 매출 130억원, 영업이익 40억원 수준의 기여가 가능할 전망이다. 모빌리티부문에서도 카카오텍시 상용화(B2B, B2C)가 크진 않아도 2분기부터 반영을 시작하며 점진적으로 비중을 확대해 갈 것으로 보인다. 이 외에도 웹툰을 포함한 컨텐츠 및 커머스 부문, 음악 부문 등의 성장이 지속될 것으로 기대하며 느린 호흡이나마 이를 확인해 나갈 수 있을 전망이다.

조정 중 비중확대 유효

최근 카카오의 주가는 1분기 실적부진에 대한 우려로 조정을 받는 국면이다. 그러나 주목할 점은 매출부진이 아닌 비용증가에 기인한 실적부진이라는 점에서 구조적으로 부정적인 이슈는 아니라고 판단한다. 광고, 컨텐츠, 게임, 커머스 등에서 성장이 지속될 수 있다는 점에서 오히려 1분기 실적을 기저로 2분기 이후 우상향하는 펀더멘털을 확인할 수 있을 것으로 판단된다. 따라서, 조정국면을 적절한 비중확대 시점으로 활용하는 것이 바람직해 보인다.

1분기 실적은 우려대로 부진할 듯

1분기 실적은 시장의 우려대로 비용증가에 따른 이익축소가 예상된다. 매출은 전분기대비 2% 증가, 전년동기대비 25% 증가로 비교적 양호한 수준을 기록할 것으로 판단되나, 인건비, 지급수수료, 마케팅비용이 증가하며 영업이익은 전분기대비 23.2%, 전년동기대비 30.4% 감소할 것으로 추정된다. 인건비는 전분기 상여금이 제외되었으나 인원증가 및 임금인상 등으로 크게 축소되기 어려울 것으로 판단된다. 지급수수료도 변동비를 제외하고 카카오페이관련 결제, 송금규모가 크게 증가하며 수수료지출이 확대될 전망이다. 가장 큰 요인은 마케팅비용이 될 것으로 보인다. 카카오페이, 카카오M(멜론), 피코마 등에 대한 마케팅이 공격적으로 확대되며 지출규모가 전분기대비 50% 이상 증가할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(4월 10일): 122,500원

Key Data

| | 2018 | 2019 |
|------------------|-------------------|------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,450.74 | |
| 52주 최고/최저(원) | 161,000/84,900 | |
| 시가총액(십억원) | 9,343.5 | |
| 시가총액비중(%) | 0.78 | |
| 발행주식수(천주) | 76,273.5 | |
| 60일 평균 거래량(천주) | 856.6 | |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 113.9 | |
| 18년 배당금(예상,원) | 148 | |
| 18년 배당수익률(예상,%) | 0.12 | |
| 외국인지분율(%) | 25.33 | |
| 주요주주 지분율(%) | | |
| 김범수 외 27 인 | 31.94 | |
| MAXIMO PTE | 7.34 | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | |
| 절대 | (8.6) (17.8) 44.3 | |
| 상대 | (8.3) (18.4) 25.6 | |

Consensus Data

| | 2018 | 2019 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 2,338.3 | 2,655.4 |
| 영업이익(십억원) | 215.2 | 295.9 |
| 순이익(십억원) | 193.8 | 251.8 |
| EPS(원) | 2,214 | 2,881 |
| BPS(원) | 59,174 | 61,989 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
|-----------|-----|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 932.2 | 1,464.2 | 1,972.4 | 2,463.7 | 2,823.4 |
| 영업이익 | 십억원 | 88.6 | 116.1 | 165.0 | 221.1 | 427.0 |
| 세전이익 | 십억원 | 109.5 | 100.3 | 155.0 | 382.9 | 598.8 |
| 순이익 | 십억원 | 75.7 | 57.7 | 109.9 | 290.2 | 456.3 |
| EPS | 원 | 1,269 | 874 | 1,621 | 3,833 | 5,986 |
| 증감률 | % | (79.3) | (31.1) | 85.5 | 136.5 | 56.2 |
| PER | 배 | 60.67 | 156.83 | 74.93 | 31.96 | 20.46 |
| PBR | 배 | 1.81 | 2.70 | 2.07 | 2.19 | 1.98 |
| EV/EBITDA | 배 | 28.62 | 42.17 | 30.51 | 25.22 | 14.91 |
| ROE | % | 3.02 | 1.93 | 2.96 | 7.03 | 10.16 |
| BPS | 원 | 42,485 | 50,777 | 58,777 | 56,041 | 61,880 |
| DPS | 원 | 167 | 148 | 148 | 148 | 148 |



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 허제나

02-3771-7375

Jn.huh@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 카카오의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

| | 2017 | 2018F | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18F | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F |
|----------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 총매출액 | 1,972,352 | 2,463,653 | 443,787 | 468,443 | 515,413 | 544,710 | 555,374 | 608,670 | 626,791 | 672,818 |
| 성장률(%) | 34.7 | 24.9 | (2.2) | 5.6 | 10.0 | 5.7 | 2.0 | 9.6 | 3.0 | 7.3 |
| 광고 | 595,729 | 701,174 | 133,302 | 151,398 | 151,491 | 159,539 | 158,151 | 174,700 | 174,721 | 193,603 |
| 컨텐츠 | 985,499 | 1,233,460 | 221,816 | 236,272 | 261,495 | 265,916 | 274,510 | 303,994 | 318,100 | 336,856 |
| 기타 | 391,124 | 529,018 | 88,669 | 80,774 | 102,427 | 119,255 | 122,713 | 129,976 | 133,970 | 142,359 |
| 영업비용 | 1,807,312 | 2,242,554 | 405,453 | 423,804 | 468,047 | 510,008 | 528,711 | 554,788 | 556,168 | 602,887 |
| 인건비&복리후생비 | 413,878 | 447,431 | 98,244 | 101,056 | 98,167 | 116,411 | 105,645 | 106,979 | 109,119 | 125,688 |
| 감가상각비 | 128,379 | 144,254 | 30,209 | 31,271 | 31,777 | 35,122 | 35,769 | 35,955 | 36,133 | 36,397 |
| 수수료 | 730,376 | 933,411 | 160,388 | 178,765 | 189,755 | 201,467 | 208,265 | 231,294 | 238,180 | 255,671 |
| 마케팅 | 116,478 | 182,208 | 24,959 | 21,929 | 33,460 | 36,130 | 55,537 | 48,694 | 37,607 | 40,369 |
| 광고대행수수료 | 88,576 | 103,617 | 19,051 | 23,974 | 21,975 | 23,576 | 23,371 | 25,816 | 25,819 | 28,610 |
| 기타 | 329,624 | 431,634 | 72,602 | 66,808 | 92,912 | 97,302 | 100,124 | 106,049 | 109,308 | 116,153 |
| 영업이익 | 165,040 | 221,099 | 38,333 | 44,638 | 47,366 | 34,702 | 26,663 | 53,882 | 70,623 | 69,931 |
| 성장률(%) | 42.1 | 34.0 | 0.4 | 16.4 | 6.1 | (26.7) | (23.2) | 102.1 | 31.1 | (7.0) |
| 이익률(%) | 8.4 | 9.0 | 8.6 | 9.5 | 9.2 | 6.4 | 4.8 | 8.9 | 11.3 | 10.4 |
| 지배주주순이익 | 110,696 | 259,153 | 53,715 | 11,303 | 32,055 | 13,623 | 43,685 | 63,820 | 76,356 | 75,291 |
| 이익률(%) | 5.6 | 10.5 | 12.1 | 2.4 | 6.2 | 2.5 | 7.9 | 10.5 | 12.2 | 11.2 |

자료: 카카오, 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서 | | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
| 매출액 | | 932.2 | 1,464.2 | 1,972.4 | 2,463.7 | 2,823.4 |
| 매출원가 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | | 932.2 | 1,464.2 | 1,972.4 | 2,463.7 | 2,823.4 |
| 판관비 | | 843.6 | 1,348.1 | 1,807.3 | 2,242.6 | 2,396.4 |
| 영업이익 | | 88.6 | 116.1 | 165.0 | 221.1 | 427.0 |
| 금융순익 | | 26.2 | 0.7 | 33.3 | 14.0 | 14.0 |
| 종속/관계기업순익 | | (4.5) | (10.4) | 9.7 | 147.8 | 147.8 |
| 기타영업외순익 | | (0.8) | (6.1) | (53.0) | 0.0 | 10.0 |
| 세전이익 | | 109.5 | 100.3 | 155.0 | 382.9 | 598.8 |
| 법인세 | | 30.8 | 34.8 | 27.5 | 92.7 | 142.5 |
| 계속사업이익 | | 78.8 | 65.5 | 127.6 | 290.2 | 456.3 |
| 중단사업이익 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | | 78.8 | 65.5 | 127.6 | 290.2 | 456.3 |
| 비지배주주지분 | | | | | | |
| 순이익 | | 3.1 | 7.8 | 17.7 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | | 75.7 | 57.7 | 109.9 | 290.2 | 456.3 |
| 지배주주지분포괄이익 | | 74.4 | 57.8 | 124.9 | 290.2 | 456.3 |
| NOPAT | | 63.7 | 75.8 | 135.8 | 167.6 | 325.4 |
| EBITDA | | 164.0 | 229.9 | 290.5 | 336.3 | 530.9 |
| 성장성(%) | | | | | | |
| 매출액증가율 | | 86.9 | 57.1 | 34.7 | 24.9 | 14.6 |
| NOPAT증가율 | | (59.3) | 19.0 | 79.2 | 23.4 | 94.2 |
| EBITDA증가율 | | (17.8) | 40.2 | 26.4 | 15.8 | 57.9 |
| 영업이익증가율 | | (49.8) | 31.0 | 42.1 | 34.0 | 93.1 |
| (지배주주)순이익증가율 | | (49.6) | (23.8) | 90.5 | 164.1 | 57.2 |
| EPS증가율 | | (79.3) | (31.1) | 85.5 | 136.5 | 56.2 |
| 수익성(%) | | | | | | |
| 매출총이익률 | | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| EBITDA이익률 | | 17.6 | 15.7 | 14.7 | 13.7 | 18.8 |
| 영업이익률 | | 9.5 | 7.9 | 8.4 | 9.0 | 15.1 |
| 계속사업이익률 | | 8.5 | 4.5 | 6.5 | 11.8 | 16.2 |
| 투자지표 | | | | | | |
| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
| 주당지표(원) | | | | | | |
| EPS | | 1,269 | 874 | 1,621 | 3,833 | 5,986 |
| BPS | | 42,485 | 50,777 | 58,777 | 56,041 | 61,880 |
| CFPS | | 2,627 | 3,339 | 4,560 | 6,579 | 9,219 |
| EBITDAPS | | 2,750 | 3,482 | 4,287 | 4,442 | 6,965 |
| SPS | | 15,635 | 22,178 | 29,101 | 32,538 | 37,041 |
| DPS | | 167 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 주가지표(배) | | | | | | |
| PER | | 60.7 | 156.8 | 74.9 | 32.0 | 20.5 |
| PBR | | 1.8 | 2.7 | 2.1 | 2.2 | 2.0 |
| PCFR | | 29.3 | 41.0 | 26.6 | 18.6 | 13.3 |
| EV/EBITDA | | 28.6 | 42.2 | 30.5 | 25.2 | 14.9 |
| PSR | | 4.9 | 6.2 | 4.2 | 3.8 | 3.3 |
| 재무비율(%) | | | | | | |
| ROE | | 3.0 | 1.9 | 3.0 | 7.0 | 10.2 |
| ROA | | 2.5 | 1.3 | 1.8 | 4.4 | 6.4 |
| ROIC | | 3.3 | 2.6 | 3.7 | 4.8 | 9.8 |
| 부채비율 | | 23.3 | 48.1 | 44.2 | 46.4 | 43.8 |
| 순부채비율 | | (21.1) | 3.3 | (19.5) | (27.5) | (35.6) |
| 이자보상배율(배) | | 105.9 | 8.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

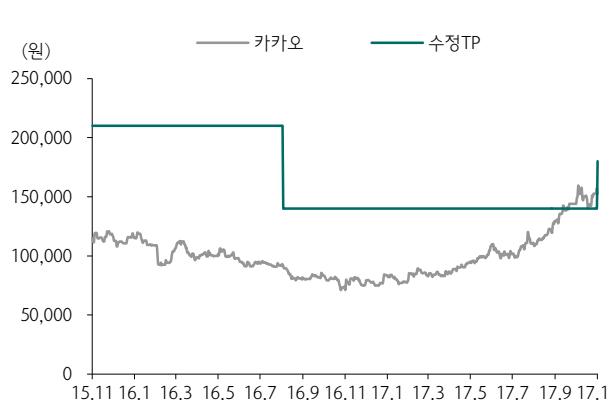
자료: 하나금융투자

| 대차대조표 | | (단위: 십억원) | | | | |
|------------------|--|----------------|------------------|----------------|------------------|------------------|
| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
| 유동자산 | | 970.1 | 1,217.0 | 2,152.6 | 2,652.2 | 3,200.8 |
| 금융자산 | | 777.1 | 886.6 | 1,834.0 | 2,258.6 | 2,787.9 |
| 현금성자산 | | 397.2 | 641.6 | 1,540.0 | 1,895.5 | 2,406.9 |
| 매출채권 등 | | 147.1 | 252.9 | 303.5 | 374.9 | 393.3 |
| 재고자산 | | 5.4 | 12.6 | 15.1 | 18.6 | 19.5 |
| 기타유동자산 | | 40.5 | 64.9 | (0.0) | 0.1 | 0.1 |
| 비유동자산 | | 2,218.4 | 4,267.2 | 4,274.0 | 4,230.9 | 4,145.6 |
| 투자자산 | | 132.8 | 255.5 | 306.7 | 378.8 | 397.4 |
| 금융자산 | | 64.1 | 138.5 | 166.2 | 205.3 | 215.3 |
| 유형자산 | | 219.1 | 253.9 | 250.1 | 199.7 | 159.4 |
| 무형자산 | | 1,855.6 | 3,733.2 | 3,687.2 | 3,622.5 | 3,558.9 |
| 기타비유동자산 | | 10.9 | 24.6 | 30.0 | 29.9 | 29.9 |
| 자산총계 | | 3,188.5 | 5,484.1 | 6,426.7 | 6,883.1 | 7,346.4 |
| 유동부채 | | 316.1 | 806.0 | 959.9 | 1,122.1 | 1,163.9 |
| 금융부채 | | 30.7 | 211.3 | 168.7 | 171.9 | 172.7 |
| 매입채무 등 | | 118.5 | 323.2 | 387.9 | 479.1 | 502.7 |
| 기타유동부채 | | 166.9 | 271.5 | 403.3 | 471.1 | 488.5 |
| 비유동부채 | | 286.9 | 975.2 | 1,010.1 | 1,060.7 | 1,073.7 |
| 금융부채 | | 199.7 | 795.9 | 794.9 | 794.9 | 794.9 |
| 기타비유동부채 | | 87.2 | 179.3 | 215.2 | 265.8 | 278.8 |
| 부채총계 | | 603.0 | 1,781.2 | 1,969.9 | 2,182.8 | 2,237.6 |
| 지배주주지분 | | 2,552.4 | 3,432.5 | 3,990.6 | 4,270.9 | 4,715.9 |
| 자본금 | | 30.1 | 33.9 | 34.0 | 34.0 | 34.0 |
| 자본잉여금 | | 2,274.2 | 3,105.0 | 3,552.6 | 3,552.6 | 3,552.6 |
| 자본조정 | | (9.0) | (11.2) | (7.8) | (7.8) | (7.8) |
| 기타포괄이익누계액 | | 0.8 | 0.9 | 8.1 | 8.1 | 8.1 |
| 이익증여금 | | 256.3 | 304.0 | 403.8 | 684.0 | 1,129.1 |
| 비지배주주지분 | | 33.1 | 270.4 | 466.1 | 429.5 | 392.9 |
| 자본총계 | | 2,585.5 | 3,702.9 | 4,456.7 | 4,700.4 | 5,108.8 |
| 순금융부채 | | (546.8) | 120.6 | (870.3) | (1,291.8) | (1,820.3) |
| 현금흐름표 | | (단위: 십억원) | | | | |
| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
| 영업활동 현금흐름 | | 162.2 | 317.3 | 368.0 | 540.3 | 594.9 |
| 당기순이익 | | 78.8 | 65.5 | 127.6 | 290.2 | 456.3 |
| 조정 | | 83.4 | 136.4 | 184.3 | 115.3 | 103.9 |
| 감가상각비 | | 75.4 | 113.8 | 125.5 | 115.2 | 103.9 |
| 외환거래손익 | | (0.2) | (4.2) | 5.7 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | | (10.4) | 0.5 | 4.2 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | | 18.6 | 26.3 | 48.9 | 0.1 | 0.0 |
| 영업활동 | | (0.0) | 115.4 | 56.1 | 134.8 | 34.7 |
| 자산부채 변동 | | | | | | |
| 투자활동 현금흐름 | | (414.2) | (1,000.0) | 126.5 | (177.9) | (73.0) |
| 투자자산감소(증가) | | (43.8) | (110.3) | (38.5) | (72.1) | (18.6) |
| 유형자산감소(증가) | | (74.9) | (80.4) | (55.5) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | | (295.5) | (809.3) | 220.5 | (105.8) | (54.4) |
| 재무활동 현금흐름 | | 197.2 | 923.8 | 408.2 | (6.9) | (10.5) |
| 금융부채증가(감소) | | 230.0 | 776.9 | (43.6) | 3.1 | 0.8 |
| 자본증가(감소) | | 16.2 | 834.6 | 447.7 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | | (37.4) | (676.4) | 23.3 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | | (11.6) | (11.3) | (19.2) | (10.0) | (11.3) |
| 현금의 증감 | | (54.1) | 244.5 | 898.4 | 355.5 | 511.5 |
| Unlevered CFO | | 156.6 | 220.5 | 309.1 | 498.1 | 702.7 |
| Free Cash Flow | | 86.1 | 236.3 | 310.0 | 540.3 | 594.9 |



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

카카오



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 폴리울 | |
|----------|-------|---------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 17.11.10 | BUY | 180,000 | | |
| 17.8.13 | 1년 경과 | | -2.71% | 13.93% |
| 16.8.12 | BUY | 140,000 | -37.30% | -14.29% |
| 15.11.9 | BUY | 210,000 | -50.71% | -42.48% |
| 15.7.2 | BUY | 160,000 | -21.15% | -12.44% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 91.1% | 8.2% | 0.7% | 100.0% |

* 기준일: 2018년 4월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 4월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 4월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.