

# 카카오

## BUY(유지)

035720 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	170,000원	현재주가(04/16)	117,000원	Up/Downside	+45.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018.04.17

## 여전히 풍부한 모멘텀

D News

**1Q18 예상치 하회 전망:** 카카오의 1Q18 실적은 매출액 5,210억원(+19.3%YoY), 영업이익 314억원(+0.6%YoY)으로 컨센서스(383억원)를 하회할 전망이다. 온라인 광고가 안정화 단계에 접어든 가운데 알림톡, 채널탭 등을 포함한 모바일 광고의 성장이 이어짐에 따라 광고 플랫폼 매출은 15.9%YoY 증가한 1,545억원이 예상된다. 콘텐츠 플랫폼 매출은 유료가입자 순증 10만명을 기록한 멜론과 프렌즈마블 for Kakao의 온기 반영 영향으로 20.5%YoY 증가했을 것으로 추정된다. 그러나 1Q18중 출시된 신규 게임 및 카카오페이, 카카오페이지, 카카오택시에 대한 공격적 마케팅이 이뤄짐에 따라 광고선전비가 461억원(+84.8%YoY)까지 증가하는 등의 비용증가가 나타나며 시장 기대치를 하회하는 영업이익을 기록할 것으로 예상된다.

## Comment

**서비스 유료화에 주목:** 카카오는 4/10 PC 게임인 배틀그라운드의 유료화를 시작했다. 99만코인 자동결제 상품 기준 15초당 1코인, 시간당 194원이 과금되는 방식이다. 배틀그라운드의 국내 PC방 점유율은 4/14기준 39.21%, 3/31기준 39.47%로 압도적 1등을 달리고 있는 인기게임으로 게임매출에 긍정적 영향이 기대되며 카카오는 2Q18부터 1,000억원 이상의 게임매출을 올릴 수 있을 것으로 기대된다. 한편, 카카오택시도 같은 날 스마트호출 서비스를 시작했다. 배차 성공률이 높은 택시를 고객에게 연결시켜주는 서비스로 이를 이용할 경우 등록되어 있는 카드를 통해 1,000원의 플랫폼 이용료가 자동결제된다. 아직 서비스 초기이고 스마트호출시 목적지 비공개 정책을 사흘만에 철회하는 등의 시행착오를 겪고 있어 설불리 매출을 추정하기는 힘들지만 카카오입장에서는 아예 없던 매출이 생기다는 점에서 긍정적으로 바라볼 필요가 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)			(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고 87,200/161,000원
매출액	1,464	1,972	2,250	2,470	2,663	KOSDAQ /KOSPI 897/2,457pt
(증가율)	57.1	34.7	14.1	9.8	7.8	시가총액 89,240억원
영업이익	116	165	181	265	324	60일-평균거래량 785,812
(증가율)	31.1	42.4	9.6	46.2	22.3	외국인자본율 25.1%
지배주주순이익	58	109	162	214	251	60일-외국인자본율변동추이 +1.6%p
EPS	874	1,602	2,133	2,827	3,319	주요주주 김범수 외 26인 31.9%
PER (H/L)	138.6/80.0	104.9/47.5	54.9	41.4	35.2	(천원) (pt)
PBR (H/L)	2.4/1.4	2.8/1.3	2.1	2.0	1.9	200 200
EV/EBITDA (H/L)	33.0/22.6	36.0/16.4	27.7	21.6	18.4	0 0
영업이익률	7.9	8.4	8.1	10.7	12.2	17/04 17/07 17/11 18/02
ROE	1.9	2.9	3.9	5.0	5.6	주가상승률 1M 3M 12M
						절대기준 -17.0 -16.7 31.8
						상대기준 -15.8 -14.5 14.5

## Action

**기대할 수 있는 것들이 아직 많다:** 카카오멜론의 분격 시동, 카카오페이지의 지속 성장, 카카오페이지의 오프라인 결제 진출, 하반기 블루홀의 신작 AR의 북미/유럽 CBT(Closed Beta Service) 및 카카오M(로엔)의 드라마 제작 등 여전히 카카오의 실적 추정치 상향과 함께 주가 상승을 기대할 수 있는 모멘텀들이 많이 남아있다. 예상보다 부진할 1Q18 실적과 약간은 더뎌진 수익화 속도에 대한 실망보다 방향성을 보자. 투자의견 BUY, 목표주가 17만원을 유지한다.

도표 1. 카카오 1Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q18E	%YoY	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	521.0	19.3	-2.2	539.4	-3.4
영업이익	31.4	0.6	37.0	38.3	-18.0
영업이익률	6.0			7.1	
지배주주순이익	31.4	-41.6	172.4	38.0	-17.4

자료: Fnguide, DB금융투자

도표 2. 카카오 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
매출액	436.7	460.7	506.3	532.9	521.0	557.6	575.3	596.5	932.2	1,435.9	1,936.6	2,250.4
%YoY	80.1	25.1	32.3	20.5	19.3	21.0	13.6	11.9	3.8	54.0	34.9	16.2
광고플랫폼	133.3	151.4	151.5	159.5	154.5	168.6	164.7	170.7	600.7	534.0	595.7	658.5
콘텐츠플랫폼	223.7	234.4	261.5	265.9	269.6	296.6	305.7	315.2	273.6	700.8	985.5	1,187.1
기타	79.7	74.9	93.3	107.5	97.0	92.4	105.0	110.5	57.9	201.1	355.4	404.8
영업비용	405.5	423.8	468.0	510.0	489.6	504.5	520.4	554.6	843.6	1,327.7	1,807.3	2,069.1
인건비	85.7	88.1	84.7	103.0	102.8	102.4	94.9	106.0	218.4	299.5	361.3	406.0
지급수수료	160.4	174.5	163.3	174.5	179.7	200.1	186.6	201.2	236.7	485.7	672.6	767.5
광고선전비	25.0	21.9	33.5	36.1	46.1	37.2	35.2	39.6	56.8	84.8	116.5	158.1
기타	134.5	139.3	186.7	196.4	161.1	164.8	203.7	207.9	324.5	474.3	656.8	737.5
영업이익	31.2	36.9	38.2	22.9	31.4	53.1	55.0	41.9	88.6	108.2	129.2	181.3
%YoY	48.0	42.6	10.9	-14.4	0.6	43.8	43.7	82.7	-57.6	22.1	19.4	40.3
영업이익률	7.1	8.0	7.6	4.3	6.0	9.5	9.6	7.0	9.5	7.5	6.7	8.1
지배주주순이익	53.7	11.3	32.1	11.5	31.4	45.5	46.7	38.1	75.7	57.7	108.6	161.6
%YoY	307.7	28.0	162.4	-50.9	-41.6	302.2	45.6	230.6	-49.6	-23.8	88.3	48.8

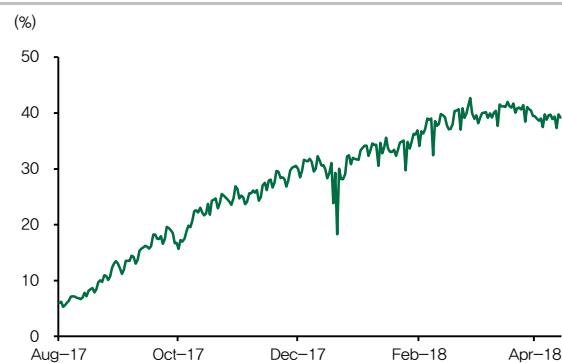
자료: 카카오, DB금융투자

도표 3. 카카오 목표주가 산출 요약

카카오M(로엔) 제외 카카오가치 (1)	9,541.8	십억원
18E 카카오M 제외 카카오 매출액	1,605.1	십억원
Target PSR	5.9	배
카카오M가치 (2)	2,415.5	십억원
18E 지배주주순이익	95.7	십억원
Target PER	33.0	배
지분율	76.4	%
투자자산가치 (3)	322.6	십억원
18E 순차입금 (4)	-827.2	십억원
총 카카오 가치 (1+2+3-4)	13,107.1	십억원
주식수	76,274	천주
목표주가	170,000	원
현재주가	117,000	원
상승여력	45.3	%

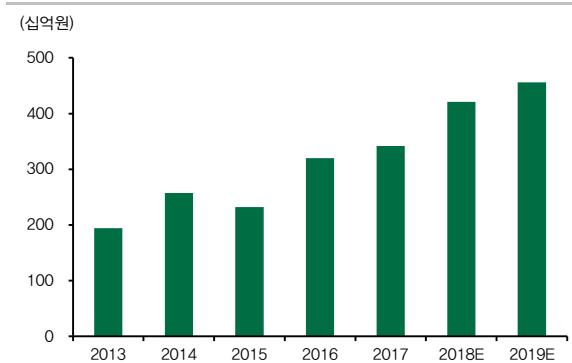
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 4. 배틀그라운드 PC방 점유율 추이



자료: 게임트릭스, DB금융투자

도표 5. 게임 매출 추이 및 전망



자료: 카카오, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,217</b>	<b>1,993</b>	<b>2,036</b>	<b>2,214</b>	<b>2,492</b>	<b>매출액</b>	<b>1,464</b>	<b>1,972</b>	<b>2,250</b>	<b>2,470</b>	<b>2,663</b>
현금및현금성자산	642	1,117	1,094	1,203	1,361	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권및기타채권	253	310	325	355	411	매출총이익	<b>1,464</b>	<b>1,972</b>	<b>2,250</b>	<b>2,470</b>	<b>2,663</b>
재고자산	13	22	23	24	27	판관비	1,348	1,807	2,069	2,205	2,338
<b>비유동자산</b>	<b>4,267</b>	<b>4,356</b>	<b>4,450</b>	<b>4,539</b>	<b>4,582</b>	영업이익	<b>116</b>	<b>165</b>	<b>181</b>	<b>265</b>	<b>324</b>
유형자산	254	271	286	296	303	EBITDA	<b>230</b>	<b>295</b>	<b>311</b>	<b>392</b>	<b>450</b>
무형자산	3,733	3,690	3,677	3,666	3,657	영업외손익	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>66</b>	<b>63</b>	<b>61</b>
투자자산	256	373	440	504	525	금융순익	1	33	15	17	20
<b>자산총계</b>	<b>5,484</b>	<b>6,349</b>	<b>6,486</b>	<b>6,753</b>	<b>7,074</b>	투자순익	<b>-10</b>	<b>9</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>41</b>
<b>유동부채</b>	<b>806</b>	<b>1,041</b>	<b>1,030</b>	<b>1,093</b>	<b>1,170</b>	기타영업외손익	<b>-6</b>	<b>-54</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
매입채무및기타채무	323	425	419	488	569	<b>세전이익</b>	<b>100</b>	<b>153</b>	<b>248</b>	<b>329</b>	<b>385</b>
단기차입금및기타채	204	174	169	164	159	증단사업이익	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0	당기순이익	<b>65</b>	<b>125</b>	<b>186</b>	<b>247</b>	<b>289</b>
<b>비유동부채</b>	<b>975</b>	<b>801</b>	<b>771</b>	<b>741</b>	<b>711</b>	자비주주지분순이익	58	109	162	214	251
사채및장기차입금	796	621	591	561	531	비자비주주지분순이익	8	16	25	33	37
<b>부채총계</b>	<b>1,781</b>	<b>1,842</b>	<b>1,801</b>	<b>1,834</b>	<b>1,880</b>	<b>총포괄이익</b>	<b>65</b>	<b>119</b>	<b>186</b>	<b>247</b>	<b>289</b>
자본금	34	34	38	38	38	증감률(YoY)					
자본잉여금	3,105	3,604	3,604	3,604	3,604	매출액	57.1	34.7	14.1	9.8	7.8
이익잉여금	304	403	552	752	990	영업이익	31.1	42.4	9.6	46.2	22.3
비자매주주지분	270	479	503	536	573	EPS	-31.2	83.4	33.1	32.6	17.4
<b>자본총계</b>	<b>3,703</b>	<b>4,508</b>	<b>4,686</b>	<b>4,919</b>	<b>5,194</b>						

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>317</b>	<b>372</b>	<b>228</b>	<b>337</b>	<b>358</b>	<b>주당지표(원)</b>					
당기순이익	65	125	186	247	289	EPS	874	1,602	2,133	2,827	3,319
현금유출이 없는비용및수익	155	181	134	155	170	BPS	50,765	59,332	54,836	57,465	60,584
유형및무형자산상각비	114	130	129	127	125	DPS	148	148	163	179	179
영업관련자산부채변동	115	28	-30	18	-5	<b>Multiple(배)</b>					
매출채권및기타채권의감소	-28	-2	-15	-30	-56	P/E	88.1	85.5	54.9	41.4	35.2
재고자산의감소	-8	1	-1	-2	-3	P/B	1.5	2.3	2.1	2.0	1.9
매입채권및기타채무의증가	105	3	-6	69	81	EV/EBITDA	24.3	30.5	27.7	21.6	18.4
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-1,000</b>	<b>-355</b>	<b>-201</b>	<b>-171</b>	<b>-142</b>	<b>수익성(%)</b>					
CAPEX	-81	-75	-74	-69	-66	영업이익률	7.9	8.4	8.1	10.7	12.2
투자자산의순증	-133	-108	-17	-19	20	EBITDA마진	15.7	15.0	13.8	15.9	16.9
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>924</b>	<b>468</b>	<b>-51</b>	<b>-57</b>	<b>-58</b>	순이익률	4.5	6.3	8.3	10.0	10.8
사채및차입금의증가	777	-210	-35	-35	-35	ROE	1.9	2.9	3.9	5.0	5.6
자본금및자본잉여금의증가	835	499	4	0	0	ROA	1.5	2.1	2.9	3.7	4.2
배당금지급	-11	-16	-10	-12	-14	ROIC	2.6	3.7	3.8	5.6	6.8
기타현금흐름	3	-10	0	0	0	<b>안정성및기타</b>					
<b>현금의증가</b>	<b>244</b>	<b>475</b>	<b>-23</b>	<b>110</b>	<b>158</b>	부채비율(%)	48.1	40.9	38.4	37.3	36.2
기초현금	397	642	1,117	1,094	1,203	이자보상배율(배)	8.1	14.7	18.7	28.6	36.7
기말현금	642	1,117	1,094	1,203	1,361	배당성향(배)	15.3	8.0	6.7	5.5	4.7

자료: 카카오, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임지자로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주기를 기준으로 신출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 카카오 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
16/05/25	Hold	110,000	-18.5	-6.5			
16/10/06	Hold	90,000	-7.0	16.1			
17/06/07	Buy	130,000	-11.3	15.8			
17/10/12	Hold	160,000	-6.3	-1.6			
17/11/10	Hold	170,000	-16.3	-5.3			
18/02/09	Buy	170,000	-	-			