



Marketperform(Maintain)

목표주가: 125,000원

주가(5/10): 117,000원

시가총액: 89,240억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/10)		2,464.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	161,000원	94,169원
등락률	-27.33%	24.24%
수익률	절대	상대
1M	-4.5%	-5.0%
6M	-23.3%	-20.8%
1Y	24.0%	14.2%

Company Data

발행주식수		76,280천주
일평균 거래량(3M)		604천주
외국인 지분율		24.27%
배당수익률(18E)		0.13%
BPS(18E)		68,469원
주요 주주	김범수 외 26인	31.9%
	MAXIMO	7.3%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	14,642	19,723	23,766	26,018
보고영업이익	1,161	1,654	1,042	1,950
핵심영업이익	1,161	1,654	1,042	1,817
EBITDA	2,299	2,952	2,164	2,892
세전이익	1,003	1,533	2,249	3,457
순이익	655	1,251	1,404	2,385
지배주주지분순이익	577	1,086	1,327	2,254
EPS(원)	874	1,601	1,752	2,955
증감률(%YoY)	-31.2	83.3	9.4	68.7
PER(배)	88.5	85.6	66.8	39.6
PBR(배)	1.5	2.3	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	26.2	33.7	36.2	27.0
보고영업이익률(%)	7.9	8.4	4.4	7.5
핵심영업이익률(%)	7.9	8.4	4.4	7.0
ROE(%)	2.1	3.0	2.7	4.1
순부채비율(%)	3.1	-17.1	-28.0	-27.5

Price Trend



실적리뷰

카카오 (035720)

투자, 인건비 확대의 여파가 지속



카카오의 1Q실적은 매출액 5,554억원(QoQ, +2.0%), 영업이익 104억원(QoQ, -70.3%)을 기록하며 기대를 하회하였습니다. 비수기 시즌임에도 불구하고 매출은 긍정적 성과를 나타내었지만 투자에 따른 여파로 인건비, 수수료, 마케팅 등의 비용 확대도 동반되었습니다. 향후에도 투자가 지속될 것으로 예상됨에 따라 이익률 개선시점은 예상보다 늦어질 것으로 전망됩니다.

>>> 매출의 성과와 비용의 확대가 눈에 띄는 1Q

카카오의 1Q실적은 매출액 5,554억원(QoQ, +2.0%), 영업이익 104억원(QoQ, -70.3%)을 기록하며 기대치를 하회하였다. 1Q가 비수기임에도 광고가 안정적인 모습을 보여주었고 콘텐츠 매출이 예상보다 좋은 성과를 보였지만 비용적인 측면에서의 인건비 상승, 마케팅비용이 확대, 콘텐츠 확보에 따른 수수료 상승이 있어 영업이익은 기대치를 하회하였다. 1Q는 게임매출이 긍정적인 모습을 보여주었는데 이는 PC와 모바일의 고른 성장 외에도 카카오VX의 연결종속회사 편입이 있었기 때문이다.

2Q는 광고의 성수기 시즌이 도래함에 따라 1Q대비 실적이 개선될 여지는 있으나 여전히 높게 형성될 비용이 부담으로 작용할 것으로 전망된다. 다만 신규사업들의 성과에 대한 부분은 향후 매출 성장에 대한 기대감을 품게 한다. 특히 게임을 비롯한 콘텐츠들의 성과는 지속(4/10일 배틀그라운드 유료화)될 것으로 전망된다. 더불어서 카카오페이의 거래액도 꾸준히 증가(3월 1.1조 원 달성)함에 따라 기타부문의 성과도 점점 더해질 것으로 전망된다.

>>> 투자의 과실과 비용의 감소는 연말부터

이번 실적발표에서도 공격적인 투자기조에 대한 언급은 유지되었다. 인력확보와 신규 사업들에 대한 마케팅비용은 지속될 것(카카오페이의 거래액 증가를 위해 프로모션 마케팅 비용 증가)으로 전망된다. 올해 기존 사업들의 성장과 신규사업들의 높은 성장세로 매출액의 성장은 충분히 가능하겠지만 올해까지는 비용의 증가도 수반될 것으로 전망됨에 따라 이익률 개선 시점은 연말이 되어야 가능할 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 125,000원 하향

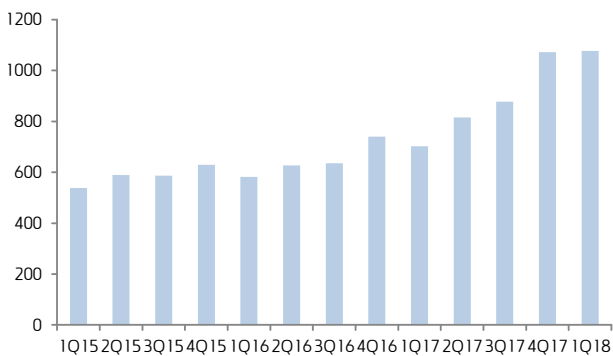
투자의견을 Marketperform을 유지하고, 목표주가는 125,000원으로 하향한다. 2018년 예상 매출액을 상향조정 하였지만 최근 텐센트의 주가 하락으로 Target PSR을 4.05배로 낮춤에 따라(Tencent PSR 8.99배의 45%) 목표주가를 하향하였다.

카카오 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	4,438	4,684	5,154	5,447	5,554	5,861	5,966	6,385	14,642	19,724	23,766
광고플랫폼	1,333	1,514	1,515	1,595	1,546	1,639	1,582	1,767	5,340	5,957	6,534
콘텐츠플랫폼	2,218	2,363	2,615	2,659	2,856	3,035	3,138	3,261	7,019	9,855	12,290
게임 콘텐츠	803	787	939	892	1,056	1,186	1,185	1,206	3,203	3,421	4,634
뮤직 콘텐츠	1,103	1,171	1,221	1,291	1,263	1,274	1,338	1,378	2,963	4,785	5,252
기타 콘텐츠	312	405	455	477	538	575	615	677	853	1,649	2,405
기타	887	808	1,024	1,193	1,152	1,186	1,246	1,358	2,284	3,911	4,941
영업비용	4,054.5	4,238.0	4,680.5	5,100.1	5,450.2	5,630.8	5,745.2	5,897.7	13,480	18,072	22,723
인건비	848	881	847	1,030	1,100	1,147	1,185	1,260	2,986	3,605	4,692
복리후생비	134	130	135	134	153	155	158	161	541	534	627
감가상각비	148	149	153	157	160	162	161	165	562	607	648
지급수수료	1,604	1,788	1,898	2,015	2,103	2,198	2,225	2,382	5,165	7,304	8,907
광고전선비	250	219	335	361	479	454	465	341	838	1,165	1,739
광고대행수수료	191	240	220	236	224	228	237	242	835	886	931
기타	373	292	497	515	572	593	614	625	882	1,678	2,404
영업이익	383	446	474	347	104	230	220	488	1,162	1,650	1,043
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	1.9%	3.9%	3.7%	7.6%	7.9%	8.4%	4.4%

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

모바일광고 매출 추이(단위: 억원)



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

kakao 채널링 및 퍼블리싱 게임들(기준: 5/9일)

모바일게임 매출 순위(Google 기준)			
순위	게임명	순위	게임명
7위	세븐나이트	33위	드래곤네스트
9위	모두의마블	35위	그랜드체이스
18위	프렌즈마블	44위	애니팡2
20위	위베어베어스	53위	프렌즈팝
30위	애니팡3	60위	애니팡포커
31위	프렌즈팝콘	61위	열혈강호
온라인게임 순위			
순위	게임명	순위	게임명
20위	검은사막	1위	배틀그라운드(스팀+카카오): 점유율 40%

자료: App Annie, 각종 자료 키움증권 리서치센터

카카오페이의 오프라인 진출과 프로모션 진행

카카오페이 됩니다.

CU × pay 5.9 ~ 5.31

매일 낮 12시! 푸드만 찍어도 **델라페 무료!**

결제만 해도 **500원 할인!**

프렌즈 선물어북!

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

카카오 배틀그라운드의 유료화

카카오 배틀그라운드 PC방 과금 안내 2018.03.27 (17:33)

안녕하세요.
카카오게임즈 PC방입니다.

지난 2017년 11월 14일 카카오 배틀그라운드 런칭 후,
약 5개월간 진행해왔던 PC방 무료체험 프로모션 종료 및 유료 서비스 전환 관련하여
사전 안내 드립니다.

- 유료서비스 시작 : 2018년 4월 10일(화) 점검 후
- PC방 상품(해택) : 패키지 구매 없이 카카오 배틀그라운드 이용 가능
(패키지 구매자의 경우 해당 없으므로 과금되지 않음)
- 과금 형태 및 단가
 - 카카오게임즈 PC방 D코인 충전 후, 이용 시간만큼 차감 (통합/개별 코인 정량)
 - 통합정량(15초당 1코인) / 개별정량(14초당 1코인)
 - 예) 통합정량 1시간 194원 / 개별정량 1시간 207원
(VAT제외, 990,000코인 상품 자동결제 이용 시)

[카카오게임즈 PC방 D코인 상품 확인](#)

자료: 카카오게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,642	19,723	23,766	26,018	28,574
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	14,642	19,723	23,766	26,018	28,574
판매비및일반관리비	13,481	18,069	22,724	24,201	26,171
영업이익(보고)	1,161	1,654	1,042	1,950	2,402
영업이익(핵심)	1,161	1,654	1,042	1,817	2,402
영업외손익	-158	-121	1,207	1,640	1,478
이자수익	95	146	460	619	388
배당금수익	7	25	43	58	66
외환이익	158	39	0	0	0
이자비용	143	112	97	97	112
외환손실	80	173	0	0	0
관계기업지분법손익	-5	134	897	1,160	1,250
투자및기타자산처분손익	11	82	-4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-29	279	0	0	0
기타	-172	-539	-92	-101	-114
법인세차감전이익	1,003	1,533	2,249	3,457	3,880
법인세비용	348	282	845	1,072	1,280
유효법인세율 (%)	34.7%	18.4%	37.6%	31.0%	33.0%
당기순이익	655	1,251	1,404	2,385	2,599
지배주주지분순이익(억원)	577	1,086	1,327	2,254	2,443
EBITDA	2,299	2,952	2,164	2,892	3,431
현금순이익(Cash Earnings)	1,792	2,549	2,527	3,460	3,629
수정당기순이익	666	956	1,407	2,385	2,599
증감율(% YoY)					
매출액	57.1	34.7	20.5	9.5	9.8
영업이익(보고)	31.1	42.4	-37.0	87.2	23.2
영업이익(핵심)	31.1	42.4	-37.0	74.4	32.2
EBITDA	40.2	28.4	-26.7	33.6	18.7
지배주주지분 당기순이익	-23.8	88.3	22.2	69.9	8.4
EPS	-31.2	83.3	9.4	68.7	8.4
수정순이익	-2.3	43.6	47.1	69.5	9.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,328	4,037	1,277	1,565	2,635
당기순이익	1,003	1,533	1,404	2,385	2,599
감가상각비	562	607	496	506	514
무형자산상각비	576	691	626	568	515
외환손익	-42	117	0	0	0
자산처분손익	4	10	4	0	0
지분법손익	104	-90	-897	-1,160	-1,250
영업활동자산부채 증감	1,310	598	-374	-691	269
기타	-188	571	17	-43	-14
투자활동현금흐름	-10,192	-4,004	-8,434	-2,172	-2,350
투자자산의 처분	-9,162	-3,031	-7,857	-1,606	-1,782
유형자산의 처분	5	29	0	0	0
유형자산의 취득	-810	-752	-550	-550	-550
무형자산의 처분	-239	-278	-9	0	0
기타	14	27	-18	-16	-18
재무활동현금흐름	9,273	4,816	10,918	88	115
단기차입금의 증가	2,031	-1,876	0	0	0
장기차입금의 증가	5,926	-4	0	0	0
자본의 증가	0	0	10,658	0	0
배당금지급	-113	-160	-100	-113	-113
기타	1,430	6,856	360	201	228
현금및현금성자산의순증가	2,445	4,751	3,761	-519	400
기초현금및현금성자산	3,972	6,416	11,168	14,928	14,409
기말현금및현금성자산	6,416	11,168	14,928	14,409	14,809
Gross Cash Flow	2,019	3,439	1,651	2,256	2,365
Op Free Cash Flow	2,157	2,216	945	1,211	2,358

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	12,170	19,931	29,458	30,329	32,262
현금및현금성자산	6,416	11,168	14,928	14,409	14,764
유동금융자산	2,450	4,511	9,031	9,887	10,858
매출채권및유동채권	3,178	4,037	2,161	2,365	2,598
재고자산	126	216	248	285	328
기타유동비금융자산	0	0	3,090	3,382	3,715
비유동자산	42,672	43,563	47,509	49,022	50,756
장기매출채권및기타비유동채권	411	476	713	781	857
투자자산	2,209	3,336	7,594	9,548	11,667
유형자산	2,539	2,710	2,764	2,808	2,844
무형자산	37,332	36,896	36,279	35,710	35,195
기타비유동자산	181	145	159	175	193
자산총계	54,841	63,494	76,967	79,351	83,019
유동부채	8,060	10,409	11,511	11,420	12,370
매입채무및기타유동채무	5,622	7,472	2,377	2,365	2,598
단기차입금	2,039	1,744	1,744	1,744	1,744
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	399	1,193	7,391	7,311	8,029
비유동부채	9,752	8,007	8,374	8,577	8,808
장기매입채무및비유동채무	25	22	29	31	34
사채및장기차입금	7,959	6,208	6,208	6,208	6,208
기타비유동부채	1,767	1,777	2,137	2,338	2,566
부채총계	17,812	18,416	19,885	19,997	21,178
자본금	339	340	382	382	382
주식발행초과금	30,386	30,465	41,123	41,123	41,123
이익잉여금	3,040	4,025	5,263	7,413	9,753
기타자본	561	5,461	5,461	5,461	5,461
지배주주지분자본총계	34,325	40,291	52,228	54,379	56,719
비지배주주지분자본총계	2,704	4,787	4,853	4,975	5,121
자본총계	37,029	45,078	57,082	59,354	61,841
순차입금	1,132	-7,727	-16,008	-16,344	-17,670
총차입금	9,999	7,952	7,952	7,952	7,952

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	874	1,601	1,752	2,955	3,203
BPS	50,765	59,332	68,469	71,289	74,356
주당EBITDA	3,484	4,353	2,857	3,791	4,499
CFPS	2,716	3,759	3,335	4,535	4,757
DPS	148	148	148	148	148
주당배수(배)					
PER	88.5	85.6	66.8	39.6	36.5
PBR	1.5	2.3	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	26.2	33.7	36.2	27.0	22.5
PCFR	28.5	36.4	35.1	25.8	24.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.9	8.4	4.4	7.5	8.4
영업이익률(핵심)	7.9	8.4	4.4	7.0	8.4
EBITDA margin	15.7	15.0	9.1	11.1	12.0
순이익률	4.5	6.3	5.9	9.2	9.1
자기자본이익률(ROE)	2.1	3.0	2.7	4.1	4.3
투자자본이익률(ROIC)	13.1	21.3	14.1	25.8	31.9
안정성(%)					
부채비율	48.1	40.9	34.8	33.7	34.2
순차입금비율	3.1	-17.1	-28.0	-27.5	-28.6
이자보상배율(배)	8.1	14.7	10.7	18.7	21.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.5	7.7	11.5	11.5
재고자산회전율	163.5	115.6	102.5	97.6	93.2
매입채무회전율	3.6	3.0	4.8	11.0	11.5

Compliance Notice

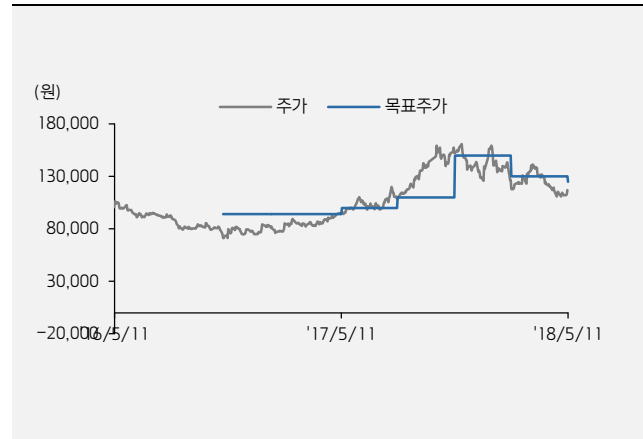
- 당사는 5월 10일 현재 '카카오 (035720)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	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	-4.56	8.85
	2018-05-11	Marketperform (Maintain)	125,000	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%