

카카오M (016170)

노이즈에 투자 기회가 있다

'18년 예상 P/E 24배까지 하락한 흔치 않은 투자 기회

3월 말부터 시작한 카카오멜론 프로모션으로 신규 가입자 100만명 및 카카오멜론 플러스 친구 270만명을 확보하면서, 향후 푸쉬 마케팅을 할 수 있는 잠재적 기반을 마련했다. 플러스 친구는 향후 1) 프로모션을 통한 2클릭 결제, 2) 음악 관련 상품 판매(콘서트/MD 등) 등을 통해 유료가입자 및 ARPU 성장의 기반이 될 것이다. 상반기 1회성 인건비 및 카카오멜론 프로모션 등에 따른 이익 정체와 음원징수 관련 노이즈로 주가가 약 20% 하락했지만, 1) 카카오멜론의 성공적인 프로모션과 2) 하반기 콘텐츠 매출 및 글로벌 진출 가시화 그리고 3) 2020년 내 한 번의 가격 인상 가능성을 감안할 때 '18년 예상 P/E 24배까지 하락한 현 주가는 저평가다.

1Q Review: OPM 15.9%(-1.4%p YoY)

1분기 영업수익/영업이익은 각각 1,506억원(+13% YoY)/240억원(+4%)으로 컨센서스(260억원)을 하회했다. 유료가입자는 465만명(+10만명 QoQ)으로, 1) 유료가입자 성장 둔화 2) 제/상품 및 유통 매출 하락, 그리고 3) 매니지먼트 적자(약 20억원) 등은 모두 평창올림픽에 따른 음악 비수기였음을 감안할 필요가 있고, 2분기부터는 기존의 성장률을 회복할 것이다. 비용 측면에서는 1회성 인건비(약 30억원)가 있었는데, 이를 제외하면 예상치에 부합한 것이다.

음원 징수 개정안 논란은 빠르면 6월 내 마무리 될 것

신규 음원 징수 개정안에는 저작권자들의 몫을 현행 음원 스트리밍 분배 비율인 60% → 73%으로 상향, 플랫폼 사는 40% → 27%으로 하향할 것을 요구하고 있다. 소비자들의 실질적인 가격 저항이 월 10,000원임을 감안할 때, 이는 플랫폼사들이 스트리밍 가격을 약 20% 상향하더라도 프로모션 감안 시 감익이 불가피한 상황이다. 실질적으로 73%까지 상향될 가능성은 없다고 판단하기에 우려가 다소 지나치지만, 6월 내 개정안이 결정될 것으로 예상되기에 단기センチ먼트는 부정적일 수 밖에 없다. 5월 내 징수 개정안에 관한 인덱스 자료를 계획하고 있기에 추후 자세히 분석하겠다.

Update

BUY

| TP(12M): 140,000원 | CP(5월 11일): 89,300원

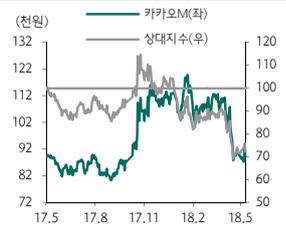
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	865.93
52주 최고/최저(원)	119,800/80,300
시가총액(십억원)	2,258.5
시가총액비중(%)	0.80
발행주식수(천주)	25,291.7
60일 평균 거래량(천주)	55.2
60일 평균 거래대금(십억원)	5.5
18년 배당금(예상, 원)	700
18년 배당수익률(예상, %)	0.78
외국인지분율(%)	15.61
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 2인	67.75
NH투자증권	6.03
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(14.5) (18.7) 0.3
상대	(12.6) (32.4) (25.0)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	672.8	765.6
영업이익(십억원)	120.5	145.3
순이익(십억원)	93.7	112.8
EPS(원)	3,768	4,532
BPS(원)	16,602	20,520

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	450.6	580.3	653.6	718.3	812.0
영업이익	십억원	79.9	102.7	119.4	142.1	170.8
세전이익	십억원	82.8	94.8	121.6	143.7	172.4
순이익	십억원	62.6	68.5	92.6	109.5	131.3
EPS	원	2,477	2,710	3,662	4,328	5,192
증감률	%	24.9	9.4	35.1	18.2	20.0
PER	배	30.64	41.51	24.38	20.63	17.20
PBR	배	6.56	8.38	5.41	4.43	3.65
EV/EBITDA	배	16.56	20.09	14.03	11.11	8.83
ROE	%	23.63	21.68	24.47	23.62	23.27
BPS	원	11,579	13,421	16,510	20,138	24,480
DPS	원	1,004	573	700	850	1,000



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

표 1. 로엔 실적 추정

(단위: 십억원)

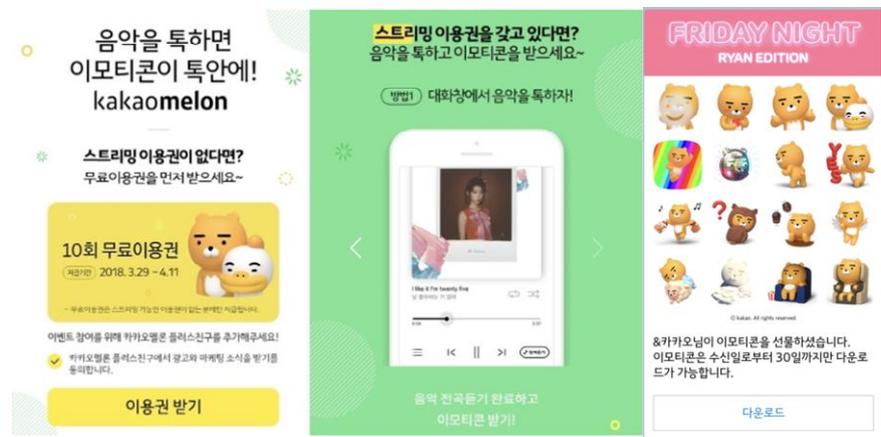
	16	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
영업수익	451	580	654	718	134	135	151	161	151	156	167	180
제/상품(CD 외)	49	75	77	89	19	12	22	22	17	17	20	23
콘텐츠	368	470	528	557	108	115	120	127	125	128	134	141
기타	34	36	49	73	7	8	9	12	8	11	13	16
가입자수(만 명)	400	455	510	560	412	425	440	455	465	480	495	510
ARPU	6,623	7,449	7,485	7,672	7,277	7,507	7,507	7,507	7,357	7,413	7,528	7,643
영업이익	80	103	119	142	23	26	27	27	24	29	34	33
OPM	17.7%	17.7%	18.3%	19.8%	17.3%	19.4%	17.6%	16.7%	15.9%	18.3%	20.1%	18.5%
YoY	26%	29%	16%	19%	25%	27%	29%	32%	4%	9%	26%	25%
세전이익	83	95	122	144	24	27	28	16	25	29	34	34
당기순이익	62	68	91	108	18	19.9	20	9	19	22	26	25

자료: 로엔, 하나금융투자

그림 1. 카카오멜론 프로모션 시작

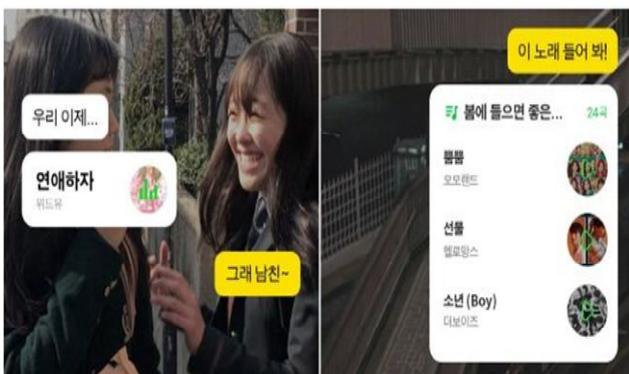
다양한 음악적 취향 공유 뿐만 아니라 음악으로 감정을 표현할 수 있게 되면서 다양한 연령층으로 가입자가 확대될 것으로 기대

멜론 미가입자는 10회 무료 스트리밍 이용권 제공



자료: 로엔, 하나금융투자

그림 2. 카카오멜론 TV광고 - 음악으로 감정을 표현하는 시대가 온다



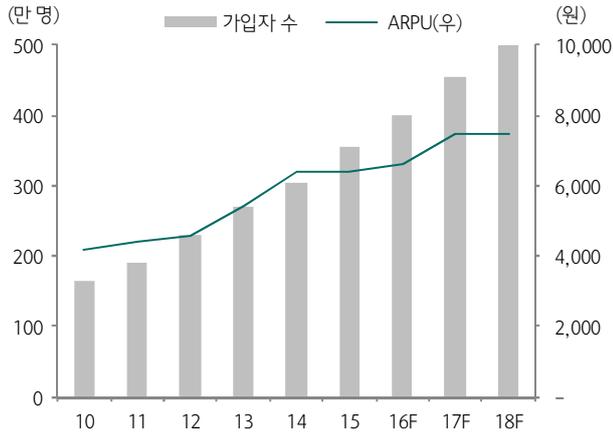
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 3. 멜론 키즈 업데이트 - 시스피커 주 사용층인 30대 이상 타겟



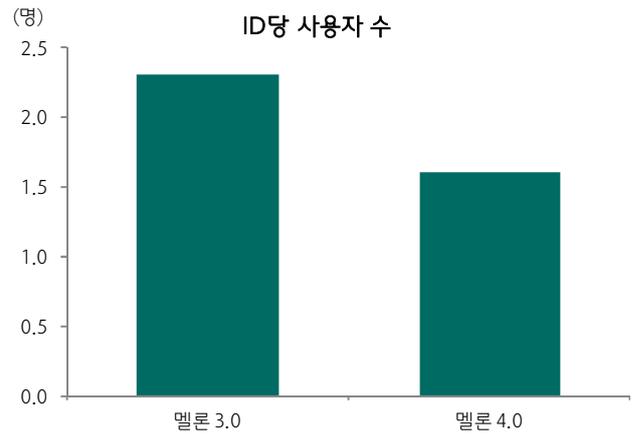
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 4. 로엔의 가입자 수 및 ARPU 추이



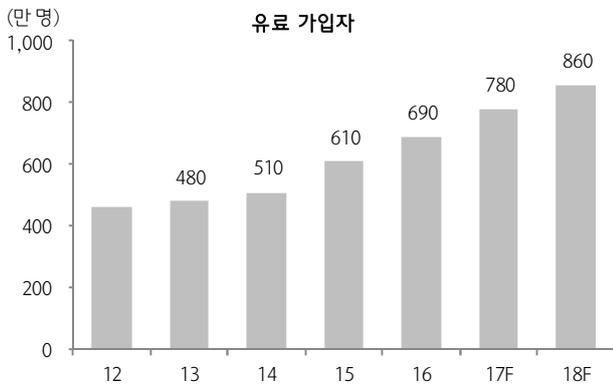
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 5. ID당 사용자 수 - 개인화 기능으로 갈수록 낮아지고 있음



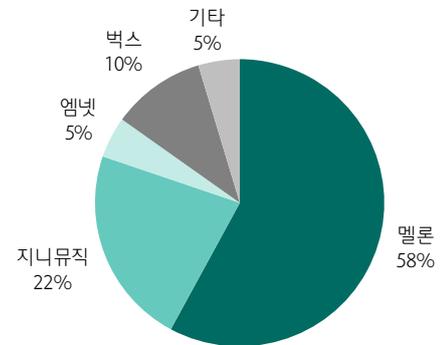
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 6. 전체 유료 가입자 - '18년에도 80만명 성장 예상



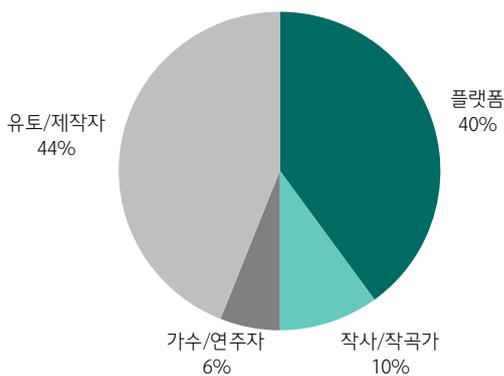
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 7. 17년 4분기 유료 가입자 M/S



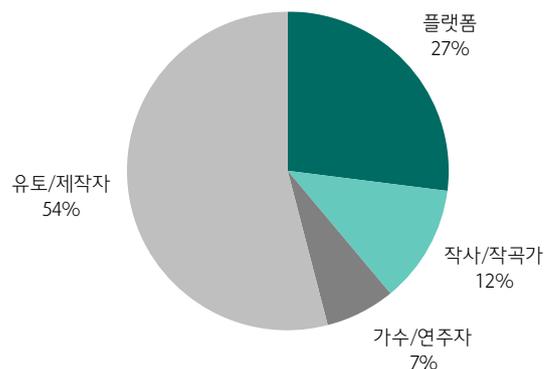
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 8. 현행 음악 스트리밍 분배 비율 - 플랫폼 40%



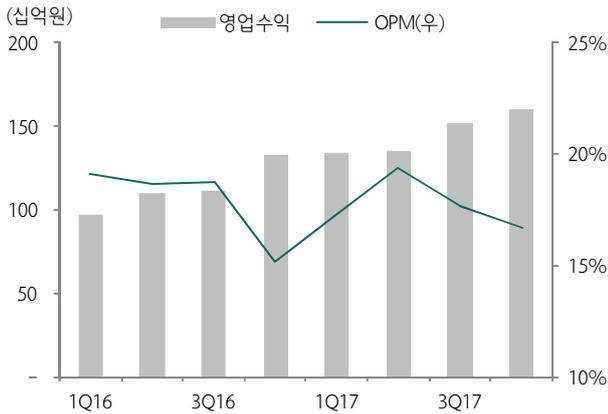
자료: 언론, 하나금융투자

그림 9. 저작권단체가 요구하고 있는 신규 징수 개정안 - 플랫폼 27%



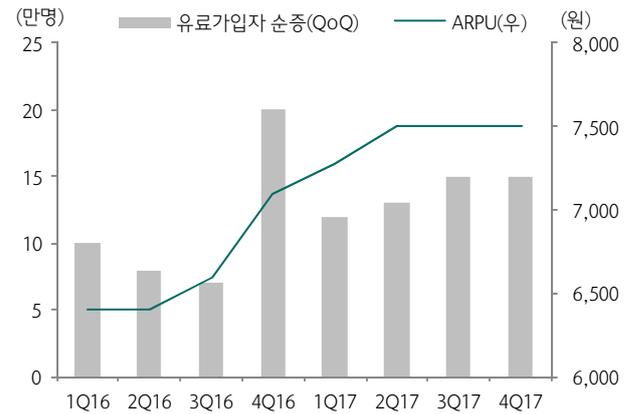
자료: 언론, 하나금융투자

그림 9. 로엔 분기별 실적 추이



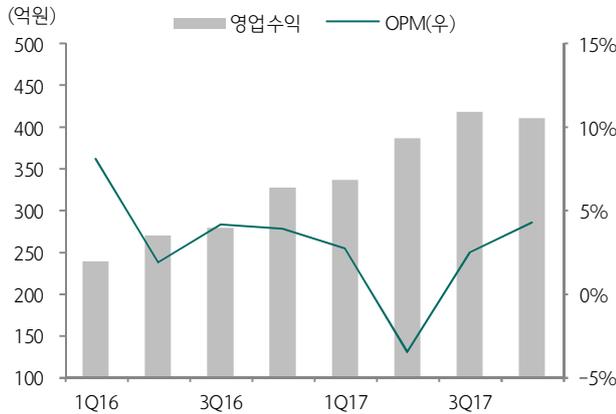
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 10. 로엔 분기별 유료가입자 순증 및 ARPU 추이



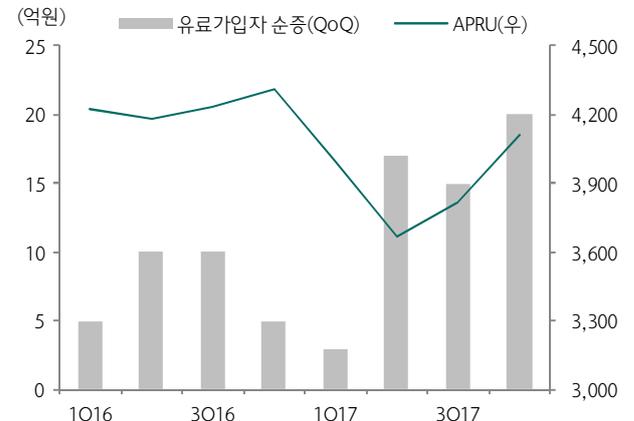
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 11. 지니뮤직 분기별 실적 추이



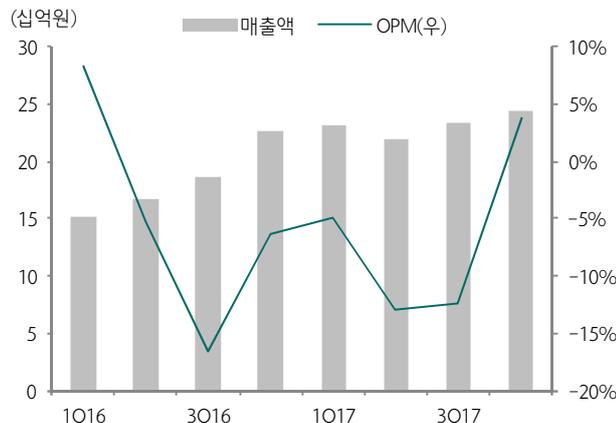
자료: 지니뮤직, 하나금융투자

그림 12. 지니뮤직 분기별 유료가입자 순증 및 ARPU 추이



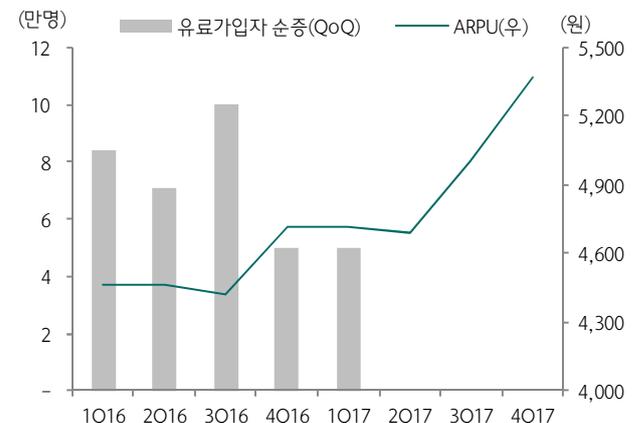
주: B2B 가입자 포함
자료: 지니뮤직, 하나금융투자

그림 13. NHN벅스 분기별 실적 추이



자료: 벅스, 하나금융투자

그림 14. NHN벅스 분기별 유료가입자 순증 및 ARPU 추이



자료: 벅스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	450.6	580.3	653.6	718.3	812.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	450.6	580.3	653.6	718.3	812.0
판매비	370.7	477.6	534.2	576.2	641.2
영업이익	79.9	102.7	119.4	142.1	170.8
금융손익	3.3	(2.1)	3.6	3.0	3.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	(5.8)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
세전이익	82.8	94.8	121.6	143.7	172.4
법인세	20.6	27.1	30.1	35.6	42.7
계속사업이익	62.1	67.7	91.5	108.1	129.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	62.1	67.7	91.5	108.1	129.7
비지배주주지분 손이익	(0.5)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.6)
지배주주순이익	62.6	68.5	92.6	109.5	131.3
지배주주지분포괄이익	55.5	72.1	92.6	109.4	131.2
NOPAT	60.0	73.4	89.8	106.9	128.5
EBITDA	101.8	126.6	134.2	160.9	189.6
성장성(%)					
매출액증가율	26.0	28.8	12.6	9.9	13.0
NOPAT증가율	23.7	22.3	22.3	19.0	20.2
EBITDA증가율	23.2	24.4	6.0	19.9	17.8
영업이익증가율	26.0	28.5	16.3	19.0	20.2
(지배주주)순이익증가율	25.0	9.4	35.2	18.3	19.9
EPS증가율	24.9	9.4	35.1	18.2	20.0
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	22.6	21.8	20.5	22.4	23.3
영업이익률	17.7	17.7	18.3	19.8	21.0
계속사업이익률	13.8	11.7	14.0	15.0	16.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,477	2,710	3,662	4,328	5,192
BPS	11,579	13,421	16,510	20,138	24,480
CFPS	4,001	5,136	5,251	6,305	7,441
EBITDAPS	4,026	5,004	5,306	6,360	7,496
SPS	17,818	22,946	25,843	28,399	32,105
DPS	1,004	573	700	850	1,000
주가지표(배)					
PER	30.6	41.5	24.4	20.6	17.2
PBR	6.6	8.4	5.4	4.4	3.6
PCFR	19.0	21.9	17.0	14.2	12.0
EV/EBITDA	16.6	20.1	14.0	11.1	8.8
PSR	4.3	4.9	3.5	3.1	2.8
재무비율(%)					
ROE	23.6	21.7	24.5	23.6	23.3
ROA	15.3	13.8	15.7	15.8	16.2
ROIC	110.6	150.3	215.5	251.2	326.2
부채비율	50.1	54.0	48.6	43.8	39.8
순부채비율	(80.2)	(89.7)	(90.2)	(92.8)	(94.4)
이자보상배율(배)	503.5	971.1	99.5	118.4	142.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	343.8	439.7	526.3	635.1	765.5
금융자산	242.6	316.3	387.3	482.4	592.9
현금성자산	92.1	137.7	164.0	203.4	244.0
매출채권 등	75.3	85.2	96.0	105.5	119.3
재고자산	0.4	0.7	0.8	0.8	0.9
기타유동자산	25.5	37.5	42.2	46.4	52.4
비유동자산	110.0	103.4	112.1	112.4	112.7
투자자산	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5
금융자산	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5
유형자산	36.7	38.2	38.6	39.0	39.3
무형자산	43.5	33.8	42.0	42.0	42.0
기타비유동자산	22.8	24.9	25.0	24.9	24.9
자산총계	453.9	543.1	638.3	747.6	878.2
유동부채	148.0	188.3	206.3	224.9	247.0
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	106.1	125.6	138.2	152.0	167.2
기타유동부채	41.9	62.7	68.1	72.9	79.8
비유동부채	3.5	2.2	2.5	2.7	3.1
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	3.5	2.2	2.5	2.7	3.1
부채총계	151.5	190.5	208.8	227.6	250.1
지배주주지분	292.9	339.5	417.6	509.4	619.1
자본금	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
자본잉여금	57.4	57.3	57.3	57.3	57.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(4.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	226.9	269.5	347.6	439.4	549.2
비지배주주지분	9.5	13.1	12.0	10.6	9.0
자본총계	302.4	352.6	429.6	520.0	628.1
순금융부채	(242.6)	(316.3)	(387.3)	(482.4)	(592.9)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	97.0	115.6	109.0	132.0	151.0
당기순이익	62.1	67.7	91.5	108.1	129.7
조정	24.0	40.8	14.8	18.8	18.7
감가상각비	21.9	23.8	14.8	18.7	18.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.1	17.0	0.0	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	10.9	7.1	2.7	5.1	2.6
투자활동 현금흐름	(89.5)	(44.9)	(49.7)	(60.8)	(74.8)
투자자산감소(증가)	9.2	0.5	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(26.4)	(4.2)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	(72.3)	(41.2)	(44.7)	(55.8)	(69.8)
재무활동 현금흐름	1.5	(25.2)	(14.5)	(17.7)	(21.5)
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.5	0.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(25.4)	(14.5)	(17.7)	(21.5)
현금의 증감	9.0	45.6	26.4	39.3	40.7
Unlevered CFO	101.2	129.9	132.8	159.5	188.2
Free Cash Flow	70.6	111.3	104.0	127.0	146.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

카카오M



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.12.12	BUY	140,000		
17.5.16	1년 경과		-29.45%	-10.77%
16.5.15	BUY	130,000	-40.44%	-30.54%
15.12.11	BUY	110,000	-27.05%	-16.82%

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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 05월 14일 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.