



## Marketperform(Maintain)

목표주가: 125,000원

주가(8/9): 125,500원

시가총액: 95,738억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

	KOSPI (8/9)		2,303.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	161,000원	103,500원	
등락률	-22.05%	21.26%	
수익률	절대	상대	
1M	6.8%	6.0%	
6M	6.4%	9.1%	
1Y	15.7%	18.9%	

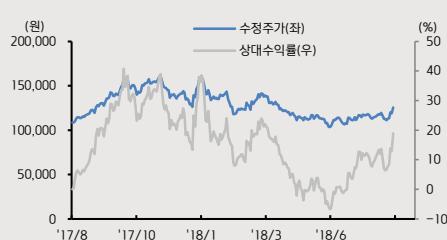
## Company Data

	발행주식수		76,286천주
일평균 거래량(3M)	406천주		
외국인 지분율	24.93%		
배당수익률(18E)	0.12%		
BPS(18E)	67,945원		
주요 주주	김범수 외 26인	31.9%	
	MAXIMO	7.3%	

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	14,642	19,723	23,941	26,350
보고영업이익	1,161	1,654	1,112	1,678
핵심영업이익	1,161	1,654	1,112	1,674
EBITDA	2,299	2,952	2,235	2,748
세전이익	1,003	1,533	2,114	2,622
순이익	655	1,251	1,164	1,809
자배주주지분순이익	577	1,086	931	1,447
EPS(원)	874	1,601	1,229	1,897
증감률(%YoY)	-31.2	83.3	-23.2	54.3
PER(배)	88.5	85.6	102.1	66.1
PBR(배)	1.5	2.3	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	26.2	33.7	46.2	37.3
보고영업이익률(%)	7.9	8.4	4.6	6.4
핵심영업이익률(%)	7.9	8.4	4.6	6.4
ROE(%)	2.1	3.0	2.3	3.1
순부채비율(%)	3.1	-17.1	-28.8	-29.3

## Price Trend



## 실적리뷰

## 카카오 (035720)

## 지표들은 긍정적, 수익성은 회복은 시간이 필요



카카오의 2Q실적은 매출액 5,889억원(QoQ, +6.0%), 영업이익 276억원(QoQ, +165.2%)을 기록하며 기대치에 부합하였습니다. 콘텐츠 플랫폼이 긍정적 성과를 나타냈고 페이관련된 지표들은 긍정적 성과를 보여주고 있습니다. 비용과 관련된 부분은 지속적으로 투자가 지속될 것으로 예상됨에 따라 이익률 개선시점은 예상보다 늦어질 것으로 전망됩니다. 다만, 은산분리 완화와 관련된 이슈로 센티가 개선되는 움직임이 나타날 것으로 보입니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q Review: 예상된 성과이나 지표들은 긍정적

카카오의 2Q실적은 매출액 5,889억원(QoQ, +6.0%), 영업이익 276억원(QoQ, +165.2%)을 기록하며 기대치에 부합하였다. 배틀그라운드 유료화의 성과에 힘입어 게임콘텐츠가 성과를 나타내었고 카카오페이지, 피코마 등의 유료콘텐츠 매출이 예상보다 좋은 성과를 보였지만 비용적인 측면에서의 지급 수수료, 콘텐츠 확보에 따른 수수료 상승이 있었다. 긍정적인 것은 카카오페이지와 관련되어 오프라인 가맹점이 빠르게 늘어나고 있으며 (3만개→11만개) 거래액도 4조원을 돌파하는 등 페이와 관련된 지표가 순조롭게 증가하고 있다.

3Q는 광고의 비수기 시즌이 도래함에 따라 2Q대비 실적이 큰 폭으로 개선될 여지는 적을 것으로 전망된다. 배틀그라운드의 성적이 여전히 긍정적(최근 스팀관련 접속이 급감한 것으로 판단)이지만 신규 모바일게임과 관련한 퍼블리싱 매출은 부진할 가능성이 높다. 더불어서 카카오페이지의 거래액도 오프라인 부문 활성화에 힘입어 기타부문의 성과도 점점 더해질 것으로 전망된다. 다만, 이러한 매출지표의 긍정적 움직임에도 해당 사업부문들의 이익률은 수수료가 포함됨에 따라 이익률이 낮고 여전히 비용확대 기조가 유지될 개연성이 높아 이익률 개선은 내년이 되어야 가능할 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 카카오뱅크와 관련된 본격적인 움직임은 내년부터

카카오뱅크와 관련된 지표들도 순조로운 것으로 판단된다. 7월 말 기준 수신 8.6조원, 여신 7조원을 기록하였으며 신규 적금과 4Q 연계대출을 시작함에 따라 지표 개선이 지속적으로 이루어질 전망이다. 또한 인터넷뱅크와 관련 은산분리 규제의 완화 가능성이 높아졌기 때문에 센티가 개선된 것으로 판단된다. 다만, 올해 안에 은행법 개정은 어려울 가능성이 높다. 대주주를 규제하기 위한 안전장치 마련 등이 추가로 진행되어야 하고 의견수렴 과정을 거칠 가능성이 높기 때문이다. 결국 은행법 개정과 카카오뱅크의 IPO 이슈(2020년 상장목표)까지 맞물릴 내년이 관련된 이슈가 더 크게 작용할 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Marketperform, 목표주가 125,000원 유지

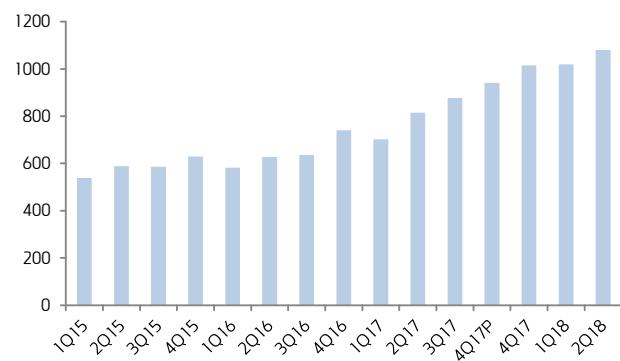
.

## 카카오 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	4,438	4,684	5,154	5,447	5,554	5,889	6,035	6,462	19,724	23,941	26,350
광고플랫폼	1,333	1,514	1,515	1,595	1,546	1,664	1,606	1,793	5,957	6,609	7,420
콘텐츠플랫폼	2,218	2,363	2,615	2,659	2,856	3,028	3,172	3,298	9,855	12,354	13,240
게임 콘텐츠	803	787	939	892	1,056	1,116	1,185	1,206	3,421	4,564	4,127
뮤직 콘텐츠	1,103	1,171	1,221	1,291	1,263	1,305	1,338	1,378	4,785	5,283	5,907
유료 콘텐츠	312	405	455	477	538	607	649	714	1,649	2,507	3,206
기타	887	808	1,024	1,193	1,152	1,198	1,258	1,371	3,911	4,978	5,690
영업비용	4,054.5	4,238.0	4,680.5	5,096.4	5,450.2	5,613.4	5,722.3	6,042.7	18,068	22,828	24,675
인건비	848	881	847	1,026	1,100	1,079	1,125	1,230	3,601	4,534	4,899
복리후생비	134	130	135	134	153	159	158	161	534	630	713
감가상각비	148	149	153	157	160	163	161	165	607	649	681
지급수수료	1,604	1,788	1,898	2,015	2,103	2,230	2,281	2,443	7,304	9,057	9,960
광고선전비	250	219	335	361	479	453	425	441	1,165	1,799	1,391
콘텐츠수수료	249	283	337	344	400	457	478	493	1,214	1,828	2,185
기타	373	292	497	515	572	541	564	573	1,678	2,249	2,592
영업이익	383	446	474	351	104	276	313	420	1,654	1,112	1,675
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	1.9%	4.7%	5.2%	6.5%	8.4%	4.7%	6.4%

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

## 모바일광고 매출 추이(단위: 억원)



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

## kakao 채널링 및 퍼블리싱 게임들(기준: 8/9일)

모바일게임 매출 순위(Google 기준)			
순위	게임명	순위	게임명
5위	모두의마블	49위	양상블스타즈
8위	세븐나이츠	56위	프렌즈마블
14위	위배어베어스	59위	아이러브느끼
27위	애니팡3	62위	애니팡2
43위	블레이드2	64위	프렌즈팝
46위	프랜즈팝콘	65위	애니팡포커
온라인게임 순위			
순위	게임명	순위	게임명
2위	배틀그라운드(스팀+카카오): 점유율 25%	21위	검은사막

자료: App Annie, 각종 자료 키움증권 리서치센터

## 2Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	5,889	6.0	5,861	0.5	5,887	0.0
영업이익	276	165.2	230	20.0	289	-4.5
당기순이익	254	74.0	197	28.9	264	-3.8

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,642	19,723	23,941	26,350	30,302
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	14,642	19,723	23,941	26,350	30,302
판매비및일반관리비	13,481	18,069	22,829	24,676	27,267
영업이익(보고)	1,161	1,654	1,112	1,678	1,654
영업이익(핵심)	1,161	1,654	1,112	1,674	3,035
영업외손익	-158	-121	1,001	949	-459
이자수익	95	146	859	1,163	412
배당금수익	7	25	174	235	70
외환이익	158	39	0	0	0
이자비용	143	112	450	450	112
외환손실	80	173	0	0	0
관계기업지분법손익	-5	134	297	0	0
투자및기타자산처분손익	11	82	-4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-29	279	0	0	0
기타	-172	-539	125	0	-828
법인세차감전이익	1,003	1,533	2,114	2,622	2,576
법인세비용	348	282	950	813	623
유효법인세율 (%)	34.7%	18.4%	44.9%	31.0%	24.2%
당기순이익	655	1,251	1,164	1,809	1,952
지배주주지분순이익(억원)	577	1,086	931	1,447	1,695
EBITDA	2,299	2,952	2,235	2,748	4,064
현금순이익(Cash Earnings)	1,792	2,549	2,287	2,884	2,982
수정당기순이익	666	956	1,167	1,809	1,952
증감율(% YoY)					
매출액	57.1	34.7	21.4	10.1	15.0
영업이익(보고)	31.1	42.4	-32.7	50.8	-1.4
영업이익(핵심)	31.1	42.4	-32.7	50.4	81.4
EBITDA	40.2	28.4	-24.3	23.0	47.9
지배주주지분 당기순이익	-23.8	88.3	-14.2	55.4	17.1
EPS	-31.2	83.3	-23.2	54.3	17.1
수정순이익	-2.3	43.6	22.0	55.1	7.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,328	4,037	1,665	2,031	3,187
당기순이익	1,003	1,533	1,164	1,809	1,952
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	-297	0	0
영업활동자산부채 증감	1,310	598	-346	-679	440
기타	-188	571	17	-174	-235
투자활동현금흐름	-10,192	-4,004	-8,535	-2,263	-3,160
투자자산의 처분	-9,162	-3,031	-7,958	-1,697	-2,592
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	10,933	102	239
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	376	215	352
현금및현금성자산의순증가	2,445	4,751	4,063	-130	266
기초현금및현금성자산	3,972	6,416	11,168	15,231	15,101
기말현금및현금성자산	6,416	11,168	15,231	15,101	15,367
Gross Cash Flow	2,019	3,439	2,011	2,710	2,747
Op Free Cash Flow	2,157	2,216	1,024	1,114	3,220

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	12,170	19,931	29,865	31,220	33,904
현금및현금성자산	6,416	11,168	15,231	15,101	15,367
유동금융자산	2,450	4,511	9,098	10,013	11,515
매출채권및유동채권	3,178	4,037	2,176	2,395	2,755
재고자산	126	216	248	285	328
기타유동비금융자산	0	0	3,112	3,425	3,939
비유동자산	42,672	43,563	46,949	47,468	48,451
장기매출채권및기타비유동채권	411	476	718	790	909
투자자산	2,209	3,336	7,029	7,984	9,310
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	76,814	78,688	82,355
유동부채	8,060	10,409	11,583	11,543	13,013
매입채무및기타유동채무	5,622	7,472	2,394	2,395	2,755
단기차입금	2,039	1,744	1,744	1,744	1,744
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	399	1,193	7,445	7,404	8,514
비유동부채	9,752	8,007	8,390	8,607	8,964
장기매입채무및비유동채무	25	22	29	32	36
사채및장기차입금	7,959	6,208	6,208	6,208	6,208
기타비유동부채	1,767	1,777	2,153	2,368	2,720
부채총계	17,812	18,416	19,973	20,150	21,977
자본금	339	340	382	382	382
주식발행초과금	30,386	30,465	41,123	41,123	41,123
이익잉여금	3,040	4,025	4,867	6,211	7,804
기타자본	561	5,461	5,461	5,461	5,461
지배주주지분자본총계	34,325	40,291	51,833	53,177	54,770
비지배주주지분자본총계	2,704	4,787	5,009	5,361	5,608
자본총계	37,029	45,078	56,842	58,538	60,378
순차입금	1,132	-7,727	-16,377	-17,162	-18,930
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	1,229	1,897	2,222
BPS	50,765	59,332	67,945	69,708	71,795
주당EBITDA	3,484	4,353	2,950	3,602	5,328
CFPS	2,716	3,759	3,018	3,780	3,909
DPS	148	148	148	148	148
주가배수(배)					
PER	88.5	85.6	102.1	66.1	56.5
PBR	1.5	2.3	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	26.2	33.7	46.2	37.3	22.5
PCFR	28.5	36.4	41.6	33.2	32.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.9	8.4	4.6	6.4	5.5
영업이익률(핵심)	7.9	8.4	4.6	6.4	10.0
EBITDA margin	15.7	15.0	9.3	10.4	13.4
순이익률	4.5	6.3	4.9	6.9	6.4
자기자본이익률(ROE)	2.1	3.0	2.3	3.1	3.3
투하자본이익률(ROIC)	13.1	21.3	15.1	23.9	46.8
안정성(%)					
부채비율	48.1	40.9	35.1	34.4	36.4
순차입금비율	3.1	-17.1	-28.8	-29.3	-31.4
이자보상배율(배)	8.1	14.7	2.5	3.7	27.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.5	7.7	11.5	11.8
재고자산회전율	163.5	115.6	103.3	98.9	98.9
매입채무회전율	3.6	3.0	4.9	11.0	11.8

## Compliance Notice

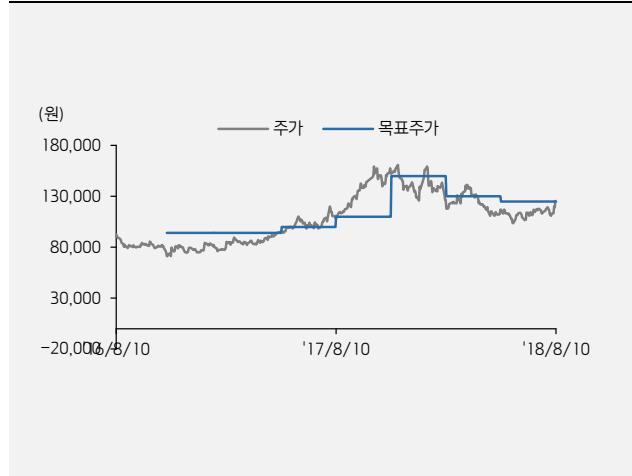
- 당사는 8월 9일 현재 '카카오 (035720)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율	
					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	-9.20	0.40
	2018-08-10	Marketperform (Maintain)	125,000	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였습니다.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%