



카카오 (035720)

신규 광고플랫폼의 성공 여부가 관건

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Hold (유지)

목표주가(유지): 100,000원

현재 주가(8/10)	108,500원
상승여력	▼ 7.8%
시가총액	73,543억원
발행주식수	67,781천주
52 주 최고가 / 최저가	120,000 / 71,581원
90 일 일평균 거래대금	725.27억원
외국인 지분율	24.8%

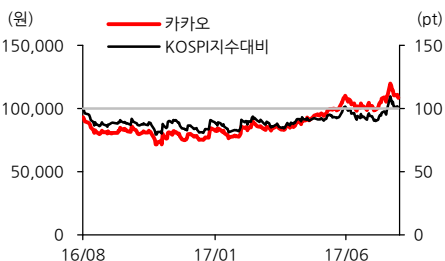
주주 구성	
김범수(의 18 인)	44.3%
MAXIMO PTE. LTD.	8.3%
David Kim	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.4	15.0	27.0	16.6
상대수익률(KOSPI)	7.3	11.0	13.3	1.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2015	2016	2017E	2018E
매출액	932	1,464	1,888	2,165
영업이익	89	116	170	256
EBITDA	164	230	298	384
지배주주순이익	76	58	118	144
EPS	1,276	857	1,752	2,142
순차입금	-546	125	27	-152
PER	91.1	90.2	61.9	50.6
PBR	2.7	1.5	2.1	2.0
EV/EBITDA	39.1	23.2	24.8	18.8
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	3.0	1.9	3.4	4.0

주가 추이



2 분기 실적은 전 사업부문의 고른 매출 성장과 마케팅비 감소로인해 컨센서스에 부합했습니다. 하반기 투자심리를 개선할 수 있는 소재들이 있다는 점도 긍정적입니다. 다만 여전히 밸류에이션은 경쟁사 대비 부담스러운 수준이기에 기존 투자 의견을 유지합니다.

2분기 실적은 컨센서스 부합

2분기 실적은 매출액 4684억 원, 영업이익 446억 원으로 시장 기대치에 부합했다. 광고 매출액은 성수기 효과와 모바일 광고인 뉴플친 호조에 힘입어 전년 동기 대비 11% 증가한 1514억 원을 기록했다. 콘텐츠 매출액은 전년 동기 대비 24% 증가했는데, 게임 매출액이 대형 신작들의 경쟁심화로 인해 전분기 대비 감소했음에도 불구하고 멜론 유료 고객 증가와 카카오페이지 성장이 이를 상쇄하고도 남았다. 순이익이 전분기 대비 77% 하락한 것은 일부 자회사 결손금이 세무상 비용으로 인정되지 않음에 따라 유효법인세율이 일시적으로 증가했기 때문이다.

투자심리 개선 vs 이익 성장 제한

동사가 보유하고 있는 콘텐츠, 모빌리티, 페이 서비스는 개인화된 경험을 제공할 수 있는 기본 데이터로 활용될 가능성이 높고, 이를 통해 사용자 락인 현상이 더욱 강해질 것이므로 다각화된 투자와 서비스 확대는 긍정적인 관점에서 바라봐야 한다고 판단한다. 또한 하반기 콘텐츠, 모빌리티 사업의 성장과 오디언스 기반 모먼트 플랫폼 출시로 매출에 대한 기대감은 존재한다. 다만 상반기 예상보다 적었던 마케팅비용은 하반기에 TV광고와 신사업 투자 확대로인해 증가할 것이므로 이익 개선은 제한적이라고 판단한다.

투자의견과 목표주가 10만 원 유지

카카오에 대해 목표주가 10만 원을 유지한다. 카카오뱅크의 돌풍, 하반기 예정된 택시의 수익모델 가시화, KOSPI 200 지수 편입 등 투자심리를 개선할만한 긍정적인 모멘텀은 존재한다. 다만 동사의 현재 주가는 2017년 예상 실적 기준 PER 62배로 밸류에이션이 부담스럽고, 하반기 비용 증가로 이익 개선이 크지 않다는 점에서 트레이딩 관점에서의 접근이 유효하다고 판단된다. 하반기 신규 광고플랫폼의 매출기여가 가시화될 경우 주가의 추가적인 상승이 가능할 것으로 전망한다.

[표1] 카카오의 2분기 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	2분기 실적	YoY	QoQ	당사 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	468.4	24.4	5.6	452.1	3.6	458.6	2.1
영업이익	44.6	67.7	16.4	40.9	9.1	43.0	3.8
지배주주순이익	11.3	27.9	(79.0)	24.1	(53.1)	24.9	(54.6)
영업이익률	9.5			9.0	0.5	9.4	0.2
순이익률	2.4			5.3	(2.9)	5.4	(3.0)

자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	242	377	391	454	444	468	469	507	1,464	1,888	2,165
YoY (%)	3.5	66.2	70.5	87.8	83.0	24.4	19.8	11.6	57.1	28.9	14.7
광고 플랫폼	129	136	127	141	133	151	141	153	534	579	636
콘텐츠 플랫폼	92	190	198	222	222	236	234	248	702	940	1014
게임 콘텐츠	70	78	78	93	80	79	81	86	320	326	337
뮤직 콘텐츠	3	91	96	107	110	117	118	126	296	472	524
기타 콘텐츠	18	22	24	21	31	41	35	36	85	142	154
기타	22	50	66	91	89	81	94	105	228	368	514
영업비용	221	350	361	416	405	424	429	459	1,348	1,717	1,909
YoY (%)	14.1	62.7	69.2	88.0	83.1	21.1	18.9	10.3	59.8	27.4	11.2
인건비	64	76	76	84	85	88	92	96	299	362	441
복리후생비	10	16	13	15	13	13	14	15	54	55	70
감가상각비	13	14	14	14	15	15	16	16	56	61	64
지급임차료	5	7	8	8	9	9	10	10	29	38	47
지급수수료	65	143	147	162	160	179	176	184	517	699	700
광고선전비	8	16	24	36	25	22	31	39	84	117	211
무형자산상각비	8	17	15	17	17	16	16	16	58	65	64
콘텐츠수수료	17	20	23	20	25	28	23	25	80	101	102
광고대행수수료	21	21	19	23	19	24	28	31	84	102	95
영업이익	21	27	30	38	38	45	40	48	116	170	256
YoY (%)	-47.7	132.8	86.9	85.1	81.8	67.7	31.0	25.4	31.1	46.8	50.2
영업이익률(%)	8.7	7.1	7.7	8.4	8.6	9.5	8.5	9.5	7.9	9.0	11.8
순이익	11	13	14	28	54	12	25	29	65	121	149
YoY (%)	-64.5	-38.0	-7.7	134.6	397.6	-5.8	82.1	5.2	-16.9	84.5	23.3
순이익률(%)	4.5	3.5	3.5	6.1	12.3	2.7	5.3	5.7	4.5	6.4	6.9

주: 로엔 실적은 2016년 2분기부터 연결 반영.

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	499	932	1,464	1,888	2,165
매출총이익	499	932	1,464	1,888	2,165
영업이익	176	89	116	170	256
EBITDA	199	164	230	298	384
순이자손익	6	10	-4	18	28
외화관련손익	0	1	8	0	0
지분법손익	-4	10	-1	-2	0
세전계속사업손익	169	110	100	136	226
당기순이익	150	79	65	121	149
지배주주순이익	150	76	58	118	144
증가율(%)					
매출액	136.7	86.9	57.1	28.9	14.7
영업이익	167.9	-49.8	31.1	46.8	50.2
EBITDA	174.8	-17.8	40.2	29.4	29.0
순이익	144.0	-47.4	-16.9	84.5	23.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	35.4	9.5	7.9	9.0	11.8
EBITDA 이익률	40.0	17.6	15.7	15.8	17.7
세전이익률	33.8	11.8	6.8	7.2	10.5
순이익률	30.0	8.4	4.5	6.4	6.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업현금흐름	234	200	333	154	279
당기순이익	169	110	100	121	149
자산상각비	23	75	114	127	128
운전자본증감	20	38	131	-134	-6
매출채권 감소(증가)	-18	24	-28	-64	-33
재고자산 감소(증가)	-2	-2	-8	-2	-2
매입채무 증가(감소)	31	-17	105	-67	27
투자현금흐름	165	-449	-1,019	-146	-103
유형자산처분(취득)	-13	-75	-80	-72	-69
무형자산 감소(증가)	-10	-7	-24	-16	-16
투자자산 감소(증가)	11	-223	235	-48	-15
재무현금흐름	29	195	927	-76	-11
차입금의 증가(감소)	-6	209	796	-59	0
자본의 증가(감소)	24	-12	-11	-17	-11
배당금의 지급	0	12	11	11	11
총현금흐름	208	187	255	288	284
(-)운전자본증감(감소)	-83	-25	-169	55	6
(-)설비투자	13	76	81	72	69
(+)자산매각	-10	-6	-23	-16	-16
Free Cash Flow	268	130	320	145	194
(-)기타투자	-114	132	1,188	89	3
잉여현금	382	-2	-868	56	191
NOPLAT	157	64	76	152	168
(+) Dep	23	75	114	127	128
(-)운전자본투자	-83	-25	-169	55	6
(-)Capex	13	76	81	72	69
OpFCF	249	88	277	152	222

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	798	970	1,217	1,268	1,483
현금성자산	637	776	882	944	1,123
매출채권	130	145	251	238	271
재고자산	2	5	13	14	16
비유동자산	1,970	2,218	4,369	4,231	4,191
투자자산	84	144	382	280	283
유형자산	197	219	254	268	273
무형자산	1,689	1,856	3,733	3,683	3,635
자산총계	2,768	3,188	5,586	5,499	5,674
유동부채	227	316	806	704	734
매입채무	109	90	263	194	221
유동성이자부채	0	31	211	174	174
비유동부채	77	287	975	983	990
비유동이자부채	0	200	796	796	796
부채총계	305	603	1,781	1,687	1,725
자본금	29	30	34	34	34
자본잉여금	2,259	2,274	3,105	3,103	3,103
이익잉여금	191	256	304	414	551
자본조정	-24	-8	-10	-15	-15
자기주식	-25	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,463	2,585	3,703	3,812	3,950

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당지표					
EPS	6,467	1,276	857	1,752	2,142
BPS	42,709	42,639	50,965	52,459	54,498
DPS	173	167	170	170	170
CFPS	8,955	3,160	3,793	4,274	4,217
ROA(%)	10.0	2.6	1.5	2.2	2.7
ROE(%)	11.4	3.0	1.9	3.4	4.0
ROIC(%)	17.2	3.4	2.7	4.2	4.7
Multiples(x, %)					
PER	19.2	91.1	126.6	61.9	50.6
PBR	2.9	2.7	2.1	2.1	2.0
PSR	5.8	7.4	5.0	3.9	3.4
PCR	13.9	36.8	28.6	25.4	25.7
EV/EBITDA	32.6	39.1	32.5	24.8	18.8
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	12.4	23.3	48.1	44.2	43.7
Net debt/Equity	-25.9	-21.1	3.4	0.7	-3.9
Net debt/EBITDA	-319.3	-332.7	54.3	9.0	-39.7
유동비율	350.9	306.9	151.0	180.2	202.0
이자보상배율(배)	4,316.6	105.9	8.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	71.2	67.8	74.1	74.8	71.9
현금+투자자산	28.8	32.2	25.9	25.2	28.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	8.2	21.4	20.3	19.7
자기자본	100.0	91.8	78.6	79.7	80.3

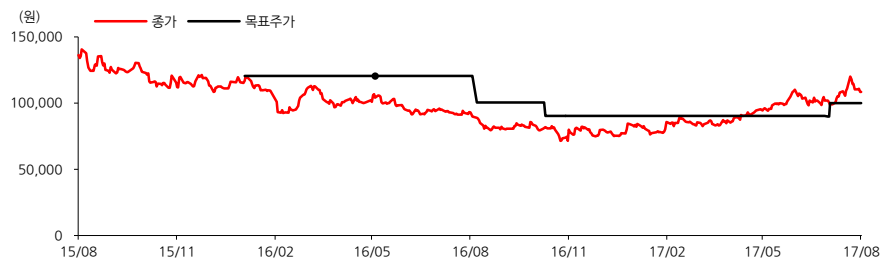
Compliance Notice

(공표일: 2017년 8월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2016.01.12	2016.01.12	2016.08.12	2016.08.12	2016.08.15	2016.10.19
투자의견	담당자변경	Hold	담당자변경	투자등급변경	Hold	Hold
목표주가	이순학	120,000	김소혜		100,000	90,000
일 자	2016.11.11	2016.11.28	2017.02.10	2017.03.13	2017.05.25	2017.07.12
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	100,000
일 자	2017.08.02	2017.08.11				
투자의견	Hold	Hold				
목표주가	100,000	100,000				

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2017년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	81.4%	18.6%	0.0%	100.0%