

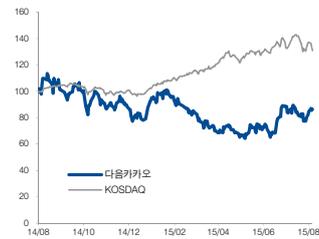
실적부진 vs. 미래 수익 창출 기대감

현재주가 (8/13)	140,100원		
상승여력	28.5%		
시가총액	83,980억원		
발행주식수	59,943천주		
자본금/액면가	297억원/500원		
52주 최고가/최저가	177,100원/100,400원		
일평균 거래대금 (60일)	1,079억원		
외국인지분율	19.17%		
주요주주	김범수 외 15인 40.96%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.4	33.4	-7.1
상대주가(%)	5.3	-27.8	-22.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	3,014	4,128	150,000
After	1,820	2,938	180,000
Consensus	2,719	4,049	159,471
Cons. 차이	-33.0%	-27.4%	12.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트

- 2분기 매출액은 2,265억원(+1% YoY), 영업이익은 114억원(-82% YoY)을 기록하며 예상치를 크게 하회. 카카오 게임하기의 매출부진과 연결대상 법인 증가에 따른 인건비 증가 및 신규서비스 활성화에 위한 마케팅비 증가 등이 주된 원인
- 단기적인 실적보다는 장기적인 성장의 기반이 되는 신규 서비스들의 잠재력에 주목해야 할 시점. 성공적으로 런칭한 카카오택시의 본격적 수익모델인 고급택시 서비스가 4분기중 런칭될 예정이며, 타임쿠폰, 카카오 오더 등 커머스 연관 신규 사업 또한 4분기 런칭될 계획. 샵검색, 카카오페이, 카카오투 등 성과도 점차 가시화될 것으로 기대
- 탈카카오 게임들의 약진으로 부진한 모습을 보이는 카카오 게임하기는 웹보드 게임 진출을 통해 타개책을 마련할 계획. 4분기 중 몇몇 게임사와 제휴로 서비스를 개시할 계획

2) 주요이슈 및 실적전망

- 캐시카우 역할을 수행하던 게임부문은 2분기 540억원(-23% QoQ)의 매출 기록하며 역성장. 탈카카오 게임의 강세가 여전한 상황에서 4분기 새롭게 런칭될 웹보드 게임의 성과가 관건으로 작용할 것
- 반면 신규 서비스들의 성공적 안착에 대한 기대감은 여전히 유효. 최근 좋은 반응을 보이고 있는 카카오택시는 누적콜수 1,200만건, 등록기사 14만명, 일 호출수 24만을 돌파. 4분기 고급택시 서비스를 시작으로 본격적인 수익창출에 나설 계획. 향후 대리운전, 퀵서비스 등 인접영역으로까지 서비스를 확대할 것으로 보여 모바일 메시지의 성공적인 O2O Monetization 모델 구축에 대한 기대감 제공
- 샵검색, 카카오페이, 카카오투 등의 성과 또한 점차 가시화될 것으로 기대되는 가운데, 커머스 결합형 서비스인 타임쿠폰과 카카오 오더 등이 4분기 중 정식 서비스 개시할 것. 이들 서비스가 활성화되면 모바일 광고 증가는 물론 카카오페이 이용률 증대도 기대됨
- 한편, 한국투자금융과 파트너십을 맺고 인터넷 은행에도 진출할 계획. 현재 10% 지분참여 가능한 상황이나 법령 개정이 있을 경우 최대주주로서 관련 사업 영위한다는 계획

3) 주가전망 및 Valuation

- 단기 실적부진보다 장기 성장성에 주목해야 할 시점. 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가를 180,000원으로 상향(기준년도를 본격적 수익창출 시기인 16F로 변경)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	2,108	659	614	726	4,532	-19.9	18.5	6.5	13.9	17.7	1.3
2014	4,989	1,764	1,501	1,995	6,116	35.0	20.2	9.4	32.6	11.4	0.1
2015F	9,447	1,219	1,085	2,051	1,820	-70.2	77.0	3.3	37.0	4.3	0.1
2016F	12,193	2,133	1,761	3,036	2,938	61.4	47.7	3.1	24.5	6.7	0.1
2017F	17,683	3,760	3,084	4,698	5,145	75.1	27.2	2.8	15.0	10.7	0.1

* K-IFRS 연결 기준, 4Q14이후 합병 반영한 수치

〈표1〉 다음카카오 2015년 2분기 실적 요약

(단위: 억원, %)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	2Q14	1Q15	2Q15P	(YoY)	(QoQ)	2Q15	대비	2Q15	대비
매출액	2,252	2,344	2,265	1%	-3.4%	2,596	-12.8%	2,501	-9.5%
영업이익	621	404	114	-82%	-71.7%	546	-79.1%	473	-75.8%
세전이익	649	413	249	-62%	-39.9%	540	-54.0%	469	-47.0%
당기순이익	559	308	214	-62%	-33.4%	427	-51.8%	368	-44.2%

주 : K-IFRS 연결 기준, 과거 실적은 다음 카카오의 합병을 가정한 단순합산 기준
 자료 : 다음카카오, WISEIn, HMC투자증권

〈표2〉 다음카카오 분기실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15F	4Q15F
매출액	1,974	2,252	2,218	2,540	2,344	2,265	2,304	2,534
광고	1,287	1,474	1,419	1,654	1,418	1,507	1,537	1,669
게임	593	626	675	683	700	540	557	572
커머스	58	88	78	143	155	137	144	172
기타	36	63	47	61	71	81	67	121
영업이익	506	621	308	654	404	114	277	424
영업이익률	25.6%	27.6%	13.9%	25.9%	17.2%	5.0%	12.0%	16.7%
세전이익	471	649	37	625	413	249	267	435
세전이익률	23.9%	28.8%	1.7%	25.3%	17.6%	11.0%	11.6%	17.1%
순이익	402	559	-63	517	308	214	211	343
순이익률	20.4%	24.8%	-2.8%	19.9%	13.2%	9.4%	9.1%	13.5%

자료 : 다음, HMC투자증권
 주 : K-IFRS 연결 기준, 14년 1분기부터 합병 가정 (다음-카카오 합산수치)

〈표3〉 다음카카오 수익추정 변경

(단위: 억원, %)

	변경치		이전치		변화율	
	15F	16F	15F	16F	15F	16F
매출액	9,447	12,193	10,345	12,756	-8.7%	-4.4%
영업이익	1,219	2,133	2,253	3,066	-45.9%	-30.4%
세전이익	1,363	2,185	2,258	3,122	-39.6%	-30.0%
순이익	1,085	1,761	1,766	2,451	-38.6%	-28.2%

자료 : 다음카카오, HMC투자증권

〈표4〉 다음카카오 Valuation

	16F	비고
영업가치(억원)	90,331	
온라인 포털(억원)	13,000	
포털 부문 순이익(억원, 추정)	650	16F 포털부문 순이익 추정치
Target PE(배)	20.0	Target PE 20.0배 적용, Global Internet 포털 기준
모바일 메신저(억원)	77,331	
MAU(만명)	5,000	16F MAU 가정
MAU당 가치(원)	149,431	Global Peer의 ARPU와 MAU당 가치 적용
순차입금(억원)	(9,937)	
자사주(억원)	252	취득가액
적정시가총액(억원)	100,519	
발행주식수(만주)	5,656	
주당적정가격(원)	179,721	

자료 : 다음카카오, Bloomberg, HMC투자증권

〈표5〉 다음카카오 신규 서비스 현황 및 계획

구분	내용
인도네시아 Path 인수	인도네시아에서 MAU 1,000만 수준을 기록하고 있는 미국의 Path와 Path Talk 서비스 양수도 카카오의 글로벌 전략의 변화라는 점에서 주목, 당분간 자체 서비스 안정화 및 확산에 주력할 계획
인터넷 은행 진출	한국투자금융지주와 파트너십을 맺고 인터넷 은행에 진출 계획 9월 금융위에 설립 예비인가 신청 예정 지분율은 현행법상 10% 수준으로 예상, 향후 법개정시 최대주주가 될 수 있도록 투자 계획
카카오 샵검색	카카오톡 채팅창에서 샵버튼을 이용한 새로운 형태의 검색 서비스, 모바일 검색패턴 선도 목적 날씨, 주가 등 공유목적과 장소검색 등 의사결정 목적의 쿼리 증가 추세
카카오 게임샵	수익배분비율이 구글스토어 대비 개발사에 유리 (다음 25, 개발사 65, 마일리지 10) 현재 28종의 게임 제공 중이며 향후 라인업 더욱 확대할 계획
카카오 페이	현재 가입자 400만 돌파, 가맹점수는 약 60여개이며 계약 가맹점은 200개 수준 한국전력, CJ CGV 등 대형 가맹점과의 계약으로 서비스 확산에 주력
카카오 택시	현재 누적호출 1,200만건, 등록기사 14만명, 일 호출수 24만 돌파 10월 고급택시 서비스 런칭 예정, 향후 대리운전, 퀵서비스 등 인접서비스로 확대 계획
카카오 채널	카카오톡 내 콘텐츠 제공 탭 구성, 검색 기능 역시 제공
카카오 광고	플러스친구와 엘로아이디 통합은 다소 연기, 광고주들의 선택권과 커뮤니케이션 확대를 위한 것
카카오톡 타임쿠폰	카카오톡을 통한 할인쿠폰 발급서비스, CBT에서 종이쿠폰 대비 5배 이상의 사용률 기록
카카오 오더	매장에서 카카이를 통해 주문하는 서비스, CBT 실시, 4분기 중 정식 서비스 오픈 예정
카카오 TV	새로운 형태의 모바일 TV 플랫폼

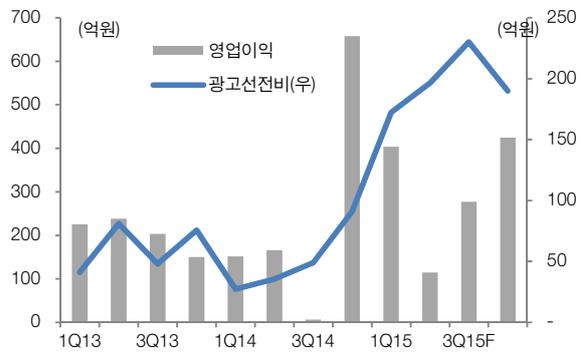
자료 : 다음카카오, HMC투자증권

〈그림1〉 부문별 매출추이



자료 : 다음,카카오 HMC투자증권

〈그림2〉 영업이익과 마케팅비



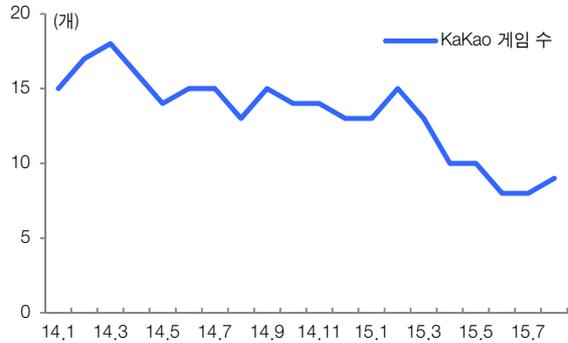
자료 : 다음카카오, HMC투자증권

〈그림3〉 카카오톡 국내 MAU 추이



자료 : 다음,카카오 HMC투자증권

〈그림4〉 구글플레이 Top20중 카카오 게임 추이



자료 : App Annie, HMC투자증권
주 : 매월 1일 기준

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,108	4,989	9,447	12,193	17,683
증가율 (%)	-53.5	136.7	89.4	29.1	45.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,108	4,989	9,447	12,193	17,683
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-53.5	136.7	89.4	29.1	45.0
판매관리비	1,449	3,224	8,229	10,060	13,923
판매비율(%)	68.8	64.6	87.1	82.5	78.7
EBITDA	726	1,995	2,051	3,036	4,698
EBITDA 이익률 (%)	34.4	40.0	21.7	24.9	26.6
증가율 (%)	-47.2	174.8	2.8	48.0	54.8
영업이익	659	1,764	1,219	2,133	3,760
영업이익률 (%)	31.2	35.4	12.9	17.5	21.3
증가율 (%)	-35.3	167.9	-30.9	75.0	76.2
영업외손익	1	-50	159	59	67
금융수익	28	66	194	34	43
금융비용	0	1	3	0	0
기타영업외손익	-26	-115	-32	25	24
중속/관계기업관련손익	-56	-26	-15	-7	0
세전계속사업이익	604	1,688	1,363	2,185	3,826
세전계속사업이익률 (%)	28.6	33.8	14.4	17.9	21.6
증가율 (%)	-40.1	179.7	-19.3	60.3	75.1
법인세비용	-10	190	287	438	767
계속사업이익	614	1,498	1,076	1,747	3,059
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	614	1,498	1,076	1,747	3,059
당기순이익률 (%)	29.1	30.0	11.4	14.3	17.3
증가율 (%)	-19.9	144.0	-28.2	62.4	75.1
지배주주지분 순이익	614	1,501	1,085	1,761	3,084
비지배주주지분 순이익	0	-3	-9	-14	-25
기타포괄이익	-14	51	107	0	0
총포괄이익	600	1,549	1,183	1,747	3,059

(단위: 억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	705	2,203	3,265	3,109	5,772
당기순이익	614	1,498	1,076	1,747	3,059
유형자산 상각비	66	171	595	668	706
무형자산 상각비	2	59	237	235	233
외환손익	0	-2	5	-20	-9
운전자본의 감소(증가)	-82	61	1,165	472	1,782
기타	106	415	187	7	0
투자활동으로인한현금흐름	-583	1,726	-1,559	-1,864	-3,372
투자자산의 감소(증가)	258	-630	-825	-603	-1,115
유형자산의 감소	0	1	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-133	-128	-711	-808	-821
기타	-708	2,484	-24	-453	-1,435
재무활동으로인한현금흐름	12	354	-106	-107	-104
차입금의 증가(감소)	-3	3	-2	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-550	21,548	63	0	0
배당금	0	0	-100	-104	-104
기타	565	-21,197	-66	-3	0
기타현금흐름	0	-5	1	0	0
현금의증가(감소)	134	4,278	1,601	1,139	2,296
기초현금	100	234	4,512	6,113	7,252
기말현금	234	4,512	6,113	7,252	9,549

(단위: 억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,805	7,983	9,954	11,964	16,654
현금성자산	234	4,512	6,113	7,252	9,549
단기투자자산	1,051	1,892	2,292	2,685	4,049
매출채권	446	1,084	1,186	1,628	2,455
재고자산	0	20	22	31	46
기타유동자산	74	474	340	368	555
비유동자산	367	19,697	20,474	21,056	22,133
유형자산	203	1,969	2,070	2,211	2,326
무형자산	14	16,890	16,739	16,584	16,431
투자자산	117	777	1,599	2,195	3,311
기타비유동자산	33	62	66	66	66
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,172	27,680	30,428	33,019	38,787
유동부채	359	2,275	2,648	2,874	4,334
단기차입금	0	1	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	3	0	0
기타유동부채	359	2,274	2,645	2,874	4,334
비유동부채	41	773	1,939	2,662	4,014
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	3	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	1	1	1
기타비유동부채	41	771	1,939	2,662	4,014
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	399	3,048	4,588	5,536	8,348
지배주주지분	1,773	24,546	25,590	27,248	30,228
자본금	210	291	297	297	297
자본잉여금	1,123	22,590	22,647	22,647	22,647
자본조정 등	63	-263	-273	-273	-273
기타포괄이익누계액	-29	21	128	128	128
이익잉여금	406	1,907	2,791	4,449	7,429
비지배주주지분	0	86	250	236	211
자본총계	1,773	24,632	25,840	27,484	30,439

(단위: 원배,%)

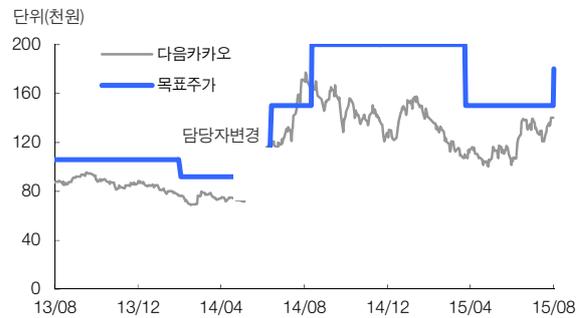
주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,532	6,104	1,806	2,915	5,104
EPS(지배순이익 기준)	4,532	6,116	1,820	2,938	5,145
BPS(지분총계 기준)	12,971	13,317	43,108	45,850	50,780
BPS(지배지분 기준)	12,971	13,168	42,691	45,457	50,429
DPS	1,133	173	173	173	173
PER(당기순이익 기준)	18.5	20.2	77.6	48.1	27.5
PER(지배순이익 기준)	18.5	20.2	77.0	47.7	27.2
PBR(지분총계 기준)	6.5	9.3	3.2	3.1	2.8
PBR(지배지분 기준)	6.5	9.4	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA(Reported)	13.9	32.6	37.0	24.5	15.0
배당수익률	1.3	0.1	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	-20.2	34.7	-70.4	61.4	75.1
EPS(지배순이익 기준) 증가율	-19.9	35.0	-70.2	61.4	75.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.6	11.3	4.3	6.6	10.6
ROE(지배순이익 기준)	17.7	11.4	4.3	6.7	10.7
ROA	14.8	10.0	3.7	5.5	8.5
안정성 (%)					
부채비율	22.5	12.4	17.8	20.1	27.4
순차입금비율	-72.5	-26.0	-32.5	-36.2	-44.7
이자보상비율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

* K-IFRS 연결 기준

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	일자	투자이건	목표주가
13/10/29	BUY	106,000	15/02/13	BUY	200,000
13/11/11	BUY	106,000	15/04/13	BUY	150,000
14/01/10	BUY	106,000	15/05/15	BUY	150,000
14/02/17	BUY	92,000	15/06/10	BUY	150,000
14/05/28	BUY	105,000	15/08/17	BUY	180,000
	담당자변경				
14/07/01	BUY	150,000			
14/07/30	BUY	150,000			
14/08/29	BUY	200,000			
14/11/10	BUY	200,000			
14/12/09	BUY	200,000			
15/01/06	BUY	200,000			

▶ 최근 2년간 다음카카오 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 황성진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이건 분류

- ▶ HMC투자증권의 중목투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	117건	82.98%
보유	24건	17.02%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.