카카오 HOLD(유지)

035720 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	170,000원	현재주가(01/09)	157,000원	Up/Downside	+8.3%

2018. 01. 10

적정가치에 대한 고민

4Q17 Preview

컨센서스 하회 전망: 카카오의 4Q17 실적은 매출액 5,286억원(+16.5%YoY), 영업이익 464억원(+21.6%YoY)으로 컨센서스(541억원)를 하회할 전망이다. 광고매출은 저효율 네트워크 광고 구조조정 작업이 마무리됨에 따라 3Q17에 이어 온라인 광고매출의 역성장이 나타나지 않는 가운데 모바일 광고가 기존 뉴플러스친구 뿐만 아니라 인벤토리 확대(다음앱에 오토뷰 추가 등), 알림톡 및 다음앱의 성장, 신규 플랫폼 모멘트 서클의 오픈 등의 영향으로 30%YoY가 넘는 성장을 보이며 4Q17 16.8%YoY 매출증가가 예상된다. 콘텐츠매출은 멜론이 유료가입자 순증 15만명을 기록, 호조를 이어갔으나 음양사와 검은사막 등의 매출이 하락하며 게임매출이 10.0%YoY, 10.7%QoQ 감소함에 따라 2,565억원(+16.4%YoY, -1.9%QoQ)에 그칠 전망이다. 영업비용은 카카오브레인 포함 신규 인력 채용 증가 및 상여금 지급에 따른 인건비 상승, 배틀그라운드 정식 서비스 및 카카오T 연말 프로모션에 따른 마케팅비 상승으로 16.0%YoY 증가한 4,822억원이 예상된다.

Comment

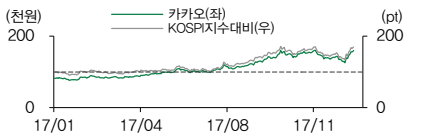
두나무의 가치, 아직은 미반영: 언론보도에 따르면 두나무가 운영하고 있는 가상화폐 거래소 업비트는 일거래대금 7조원을 넘어서며 국내 1위 가상화폐 거래소로 발돋움했다. 언론에 알려진 바에 따르면 또 다른 거래소 빗썸을 운영하고 있는 비티씨코리아닷컴의 1H17 영업이익률이 무려 85%에 육박할 것으로 추정되고 있어 두나무 실적에 대한 기대감 역시 커지고 있으며 단순하게 18년 일평균 거래대금 7조원, 현재 프로모션이 적용된 수수료율 0.05%(KRW 마켓 기본 수수료는 0.139%), 영업이익률 85%, 법인세율 25%를 가정하면 두나무의 18년 순이익은 무려 8,144억원에 이른다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	932	1,464	1,954	2,222	2,375
(증가율)	86.9	57.1	33.5	13.7	6.9
영업이익	89	116	175	224	254
(증가율)	-49.8	31.1	50.5	28.1	13.5
지배주주순이익	76	58	120	146	170
EPS	1,269	874	1,774	2,147	2,509
PER (H/L)	126.1/78.0	138.6/80.0	77.2	74.3	63.6
PBR (H/L)	3.8/2.3	2.4/1.4	2.6	2.9	2.8
EV/EBITDA (H/L)	52.7/33.2	33.0/22.6	32.0	31.4	28.4
영업이익률	9.5	7.9	8.9	10.1	10.7
ROE	3.0	1.9	3.4	4.0	4.5

Stock Data

52주 최저/최고	76,100/161,000원
KOSDAQ /KOSPI	830/2,510pt
시가총액	106,616억원
60日-평균거래량	969,007
외국인지분율	23.9%
60日-외국인지분율변동추이	-1.5%p
주요주주	김범수 외 29 인 36.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	13.4	9.0	89.6
상대기준	11.3	4.0	54.8

Analyst 권윤구 02 369 3457 ygkwon84@db-fi.com

카카오는 자체 보유하고 있는 지분 8.84%와 100% 자회사인 케이큐브벤쳐스 등을 통해 두나무 지분 약 23%를 보유하고 있는 것으로 알려져 있기 때문에 이 경우에 18년 지분법이익으로만 영업이익에 육박하는 2,036억원을 인식할 수 있다. 그러나 1/8 정부가 가상화폐에 대한 규제 강화를 발표했고, 미국의 코인마켓캡은 한국은 가격 일탈이 심하고 매매거래가 제한되어 있다며 빗썸, 코인원, 코빗 등 3개 거래소를 시세 집계에서 제외하는 등의 현상이 나타나고 있어 가장 기본적인 거래대금 추정 자체가 힘든 상황이다. 따라서 목표주가 산출에 두나무의 가치는 장부가만 반영해 놓았다.

Action

투자의견, 목표주가 유지하나 두나무는 잠재적 목표주가 상향 요인: 카카오에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 17만원을 유지한다. 기존 PSR 방식에서 SOTP(Sum of the parts) 방식으로 변경하였고 2월 예정인 유상증자에 따른 주식수 증가(11.1%, 증권신고서 기준)를 선반영했다. 두나무는 분명 업사이드 요인이다. 그리고 주가는 업비트 뉴스 플로우에 따라 추가 상승할 가능성이 있지만 현재로서는 적정가치를 온전히 추정할 수 없다는 판단에 느리더라도 확실히 반영할 계획이다.

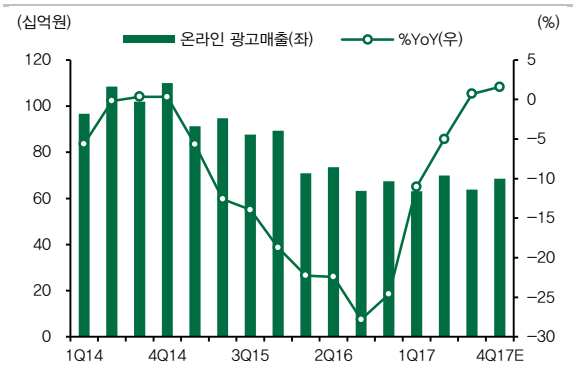
도표 1. 카카오 4Q17 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q17E	%YoY	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	528.6	16.5	2.6	544.0	-2.8
영업이익	46.4	21.6	-1.9	53.8	-13.8
영업이익률	8.8			9.9	
지배주주순이익	23.2	-1.2	-27.7	32.7	-29.2

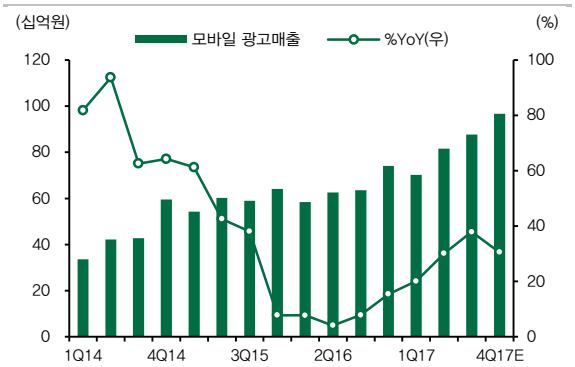
자료: Fnguide, DB금융투자

도표 2. 온라인 광고매출: 3Q17부터 역성장 일단락



자료: 카카오, DB금융투자

도표 3. 모바일 광고매출: 고성장 지속



자료: 카카오, DB금융투자

도표 4. 업비트 일거래액 가정에 따른 두나무 18년 실적 및 카카오 지분법 이익 변화

(단위: 십억원, 일, %)

일거래액	영업일수	총거래액	수수료율	매출액	영업이익	순이익	지분법이익
5,000	365	1,825,000	0.05	912.5	775.6	581.7	145.4
6,000		2,190,000		1,095.0	930.8	698.1	174.5
7,000		2,555,000		1,277.5	1,085.9	814.4	203.6
8,000		2,920,000		1,460.0	1,241.0	930.8	232.7
9,000		3,285,000		1,642.5	1,396.1	1,047.1	261.8
10,000		3,650,000		1,825.0	1,551.3	1,163.4	290.9

자료: DB금융투자 주: 영업이익률 85%, 법인세율 25%, 카카오 지분율 23% 가정

도표 5. 카카오 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	242.5	376.5	391.4	453.8	443.8	466.6	515.4	528.6	932.2	1,464.2	1,954.4	2,222.0
%YoY	3.5	66.2	70.5	87.8	83.0	23.9	31.7	16.5	3.8	57.1	33.5	13.7
광고플랫폼	129.4	136.2	126.9	141.5	133.3	151.4	151.5	165.2	600.7	534.0	601.4	674.6
콘텐츠플랫폼	91.6	190.4	198.4	220.4	221.8	234.4	261.5	256.5	273.6	700.8	974.2	1,123.2
기타	21.5	49.9	66.1	91.9	88.7	80.8	102.4	106.9	57.9	229.5	378.7	424.2
영업비용	221.4	342.3	348.3	415.7	405.5	423.8	468.0	482.2	843.6	1,327.7	1,779.5	1,998.0
인건비	74.1	91.6	88.2	97.9	98.2	101.1	98.2	105.5	269.5	351.7	402.9	441.0
지급수수료	63.4	127.3	133.8	161.1	160.4	174.5	163.3	172.9	236.7	485.7	671.1	740.5
광고선전비	7.7	16.0	23.9	37.2	25.0	21.9	33.5	44.9	56.8	84.8	125.2	152.2
기타	74.6	107.5	102.4	119.5	121.9	126.3	173.2	159.0	273.4	404.0	580.3	664.3
영업이익	21.1	34.2	43.1	38.2	38.3	42.8	47.3	46.4	88.6	136.5	174.8	224.0
%YoY	-47.7	198.9	166.3	85.1	81.8	25.1	9.8	21.6	-57.6	54.1	28.1	28.1
영업이익률	8.7	9.1	11.0	8.4	8.6	9.2	9.2	8.8	9.5	9.3	8.9	10.1
지배주주순이익	13.2	8.8	12.2	23.4	53.7	11.3	32.1	23.2	75.7	57.7	120.2	145.5
%YoY	-57.6	-57.0	-6.1	113.0	307.7	28.0	162.4	-1.2	-49.6	-23.8	108.5	21.0

자료: 카카오, DB금융투자

도표 6. 카카오 목표주가 산출 요약

			비고
로엔 제외 카카오가치 (1)	9,824.8	십억원	
18E 로엔 제외 카카오 매출액	1,572.9	십억원	
Target PSR	6.2	배	피어그룹 평균 18E PSR
로엔가치 (2)	2,475.5	십억원	
18E 지배주주순이익	98.0	십억원	
Target PER	33.0	배	
지분율	76.4	%	
투자자산가치 (3)	307.4	십억원	3Q17 기준
18E 순차입금 (4)	0.8	십억원	
총 카카오 가치 (1+2+3-4)	12,606.8	십억원	
주식수	75,455	천주	유상증자에 따른 주식수 11.1% 증가 가정
목표주가	170,000	원	
현재주가	157,000	원	
상승여력	8.3	%	

자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 피어그룹은 알파벳, 페이스북, 트위터, 텐센트, 바이두, 야후재팬, 라인, 메이투, 그럽허브, 저스트잇, 옐프, 구루나비

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	**970**	**1,217**	**1,291**	**1,237**	**1,293**
현금및현금성자산	397	642	637	523	518
매출채권및기타채권	147	253	280	310	347
재고자산	5	13	18	21	21
비유동자산	**2,218**	**4,267**	**4,335**	**4,404**	**4,467**
유형자산	219	254	291	322	342
무형자산	1,856	3,733	3,737	3,743	3,750
투자자산	133	256	260	269	283
자산총계	**3,188**	**5,484**	**5,626**	**5,641**	**5,760**
유동부채	**316**	**806**	**824**	**860**	**914**
매입채무및기타채무	119	323	346	387	446
단기차입금및단기사채	4	200	195	190	185
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**287**	**975**	**977**	**807**	**697**
사채및장기차입금	200	796	796	626	516
부채총계	**603**	**1,781**	**1,801**	**1,667**	**1,611**
자본금	30	34	34	34	34
자본잉여금	2,274	3,105	3,105	3,105	3,105
이익잉여금	256	304	413	547	703
비지배주주지분	33	270	283	299	317
자본총계	**2,585**	**3,703**	**3,825**	**3,974**	**4,149**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	**932**	**1,464**	**1,954**	**2,222**	**2,375**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**932**	**1,464**	**1,954**	**2,222**	**2,375**
판관비	844	1,348	1,780	1,998	2,121
영업이익	**89**	**116**	**175**	**224**	**254**
EBITDA	**164**	**230**	**302**	**355**	**388**
영업외손익	**21**	**-15**	**-16**	**-9**	**-4**
금융손익	26	1	6	8	8
투자손익	-4	-10	-12	-8	-7
기타영업외손익	-1	-6	-10	-9	-5
세전이익	**110**	**100**	**158**	**215**	**251**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**79**	**65**	**133**	**161**	**188**
지배주주지분순이익	76	58	120	146	170
비지배주주지분순이익	3	8	13	15	18
총포괄이익	**77**	**65**	**133**	**161**	**188**
증감률(%YoY)					
매출액	86.9	57.1	33.5	13.7	6.9
영업이익	-49.8	31.1	50.5	28.1	13.5
EPS	-79.2	-31.2	103.1	21.0	16.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	**162**	**317**	**249**	**299**	**334**
당기순이익	79	65	133	161	188
현금유출이없는비용및수익	**78**	**155**	**161**	**188**	**199**
유형및무형자산상각비	75	114	128	131	134
영업관련자산부채변동	**0**	**115**	**-20**	**4**	**9**
매출채권및기타채권의감소	24	-28	-27	-30	-37
재고자산의감소	-2	-8	-5	-3	-1
매입채무및기타채무의증가	-17	105	23	42	59
투자활동현금흐름	**-414**	**-1,000**	**-234**	**-222**	**-208**
CAPEX	-76	-81	-97	-95	-87
투자자산의순증	-60	-133	-16	-18	-20
재무활동현금흐름	**197**	**924**	**-20**	**-191**	**-131**
사채및차입금의 증가	230	777	-5	-175	-115
자본금및자본잉여금의증가	16	835	0	0	0
배당금지급	-12	-11	-10	-11	-12
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	**-54**	**244**	**-5**	**-113**	**-6**
기초현금	**451**	**397**	**642**	**637**	**523**
기말현금	**397**	**642**	**637**	**523**	**518**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,269	874	1,774	2,147	2,509
BPS	42,472	50,765	52,156	54,120	56,427
DPS	167	148	163	179	197
Multiple(배)					
P/E	91.2	88.1	77.2	74.3	63.6
P/B	2.7	1.5	2.6	2.9	2.8
EV/EBITDA	39.3	24.3	32.0	31.4	28.4
수익성(%)					
영업이익률	9.5	7.9	8.9	10.1	10.7
EBITDA마진	17.6	15.7	15.5	16.0	16.3
순이익률	8.4	4.5	6.8	7.2	7.9
ROE	3.0	1.9	3.4	4.0	4.5
ROA	2.6	1.5	2.4	2.9	3.3
ROIC	3.3	2.6	3.9	4.4	4.9
안정성및기타					
부채비율(%)	23.3	48.1	47.1	42.0	38.8
이자보상배율(배)	105.9	8.1	34.8	49.0	66.1
배당성향(배)	12.7	15.3	8.3	7.6	7.1

자료: 카카오, DB 금융투자　　주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

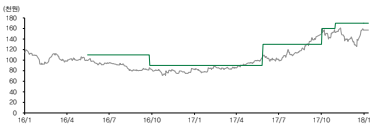
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2017-12-31 기준) - **매수**(71.0%) **중립**(29.0%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

카카오 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
16/05/25	Hold	110,000	-18.5	-6.5					
16/10/06	Hold	90,000	-7.0	16.1					
17/06/07	Buy	130,000	-11.3	15.8					
17/10/12	Hold	160,000	-6.3	-1.6					
17/11/10	Hold	170,000	-	-					