

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812

## Company Data

자본금	339 억원
발행주식수	6,787 만주
자사주	1 만주
액면가	500 원
시가총액	103,496 억원
주요주주	
김범수(외36)	44.26%
MAXIMO PTE. LTD.	8.25%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	0.10%

## Stock Data

주가(17/11/09)	152,500 원
KOSPI	2550.57 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	159,500 원
52주 최저가	74,700 원
60일 평균 거래대금	1,130 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.9%	-0.6%
6개월	60.5%	44.3%
12개월	113.9%	64.2%

## 카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(상향))

### 본업에서 텐어라운드, 자회사 가치는 상승 중

카카오의 3Q17 실적은 모바일 광고 호조 속에 게임과 뮤직 부문 매출이 견조하게 유지되면서 시장 기대치를 상회하였음. 본업의 텐어라운드가 진행되고 있는 가운데 로엔, 카카오게임즈, 카카오모빌리티, 카카오뱅크, 카카오페이 등 주요 자회사의 성장세도 지속되고 있음. 주요 자회사에 대한 가치를 반영하여 목표주가를 17 만원으로 상향함. 단기 밸류에이션 부담 높지만 플랫폼 가치가 강화되고 있어 프리미엄 부여가 가능하다고 판단.

### 3Q17: 예상치 상회하는 영업이익

카카오는 3Q17 에 매출액 5,154 억 원(10.0% qoq), 영업이익 474 억 원(6.1% qoq, OPM: 9.2%)의 실적을 기록하였다. 광고 부문의 비수기임에도 불구하고 모바일 광고의 성장세가 지속되었으며, 게임과 뮤직 부문의 매출이 견조하게 유지되었다. 이에 매출 및 영업이익이 전기 대비 상승하며, 시장기대치를 상회한 양호한 실적을 실현하였다.

### 본업의 경쟁력 회복과 자회사 가치에 주목

광고, 게임 등 본업의 경쟁력이 회복되고 있다. 광고 부문은 카카오톡과 모바일 다음 플랫폼에서의 광고 매출이 지속적으로 증가하고 있고 게임 부문도 음양사(모바일게임)와 검은사막(온라인게임)이 호조를 보이면서 전기 대비 매출이 19.4% 증가했다. 주요 자회사의 가치도 상승하고 있다. 이용자 증가로 로엔의 호실적이 지속되고 있고, 카카오게임즈는 2018년 상장을 준비하고 있으며, 카카오모빌리티는 내년 1 분기부터 택시 사업의 본격적인 수익화 작업에 들어갈 것으로 보인다. 카카오뱅크, 카카오페이 등 펀테크 자회사들의 지표도 호조를 보이면서 카카오의 자회사 가치가 부각되고 있다.

### 투자의견 매수(유지), 목표주가 17 만원(상향)

본업의 성장과 자회사 가치 상승이 예상되는 카카오에 대해 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 Sum of the Parts 방식으로 계산한 17 만 원을 제시한다. 현 주가는 2017년 기준 75.5 배로 글로벌 Peers 대비 높지만, 플랫폼으로써의 입지가 빠르게 강화되며 해 두 자릿수 영업이익 성장이 예상되기 때문에 프리미엄 부여가 가능하다고 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,989	9,322	14,642	19,726	21,807	22,713
yoY	%	136.7	86.9	57.1	34.7	10.6	4.2
영업이익	억원	1,764	886	1,161	1,806	2,398	2,763
yoY	%	167.9	49.8	31.1	55.5	32.8	15.2
EBITDA	억원	1,995	1,640	2,299	3,056	4,286	4,488
세전이익	억원	1,688	1,095	1,003	1,630	2,338	2,744
순이익(자배주주)	억원	1,501	757	577	1,370	1,762	2,077
영업이익률%	%	35.4	9.5	7.9	9.2	11.0	12.2
EBITDA%	%	40.0	17.6	15.7	15.5	19.7	19.8
순이익률	%	30.0	8.5	4.5	7.2	8.3	9.4
EPS	원	6,117	1,269	874	2,020	2,599	3,063
PER	배	20.2	91.2	88.1	75.5	58.7	49.8
PBR	배	2.9	2.7	1.5	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	배	32.6	39.4	24.4	34.3	23.6	21.8
ROE	%	114	3.0	1.9	3.9	4.7	5.3
순차입금	억원	-6,402	-5,468	1,206	-2,696	-6,218	-9,815
부채비율	%	12.4	23.3	48.1	46.1	45.4	44.2

## 카카오 분기별 실적 전망

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17P	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	2,425	3,765	3,914	4,538	4,438	4,684	5,154	5,450	14,642	19,726	21,807
광고플랫폼	1,294	1,362	1,269	1,415	1,333	1,514	1,515	1,656	5,340	6,018	6,596
콘텐츠플랫폼	916	1,904	1,984	2,215	2,218	2,363	2,615	2,712	7,019	9,908	11,229
게임 콘텐츠	703	783	785	932	803	787	939	997	3,203	3,526	4,123
뮤직 콘텐츠	34	905	955	1,069	1,103	1,171	1,211	1,293	2,963	4,778	5,359
기타 콘텐츠	179	216	244	214	312	405	465	422	853	1,604	1,747
기타	215	499	661	908	887	808	1,024	1,081	2,284	3,800	3,981
영업비용	2,214	3,499	3,611	4,157	4,055	4,238	4,680	4,947	13,481	17,920	19,409
영업이익	211	266	303	382	383	446	474	503	1,161	1,806	2,398
영업이익률	8.7%	7.1%	7.7%	8.4%	8.6%	9.5%	9.2%	9.2%	7.9%	9.2%	11.0%

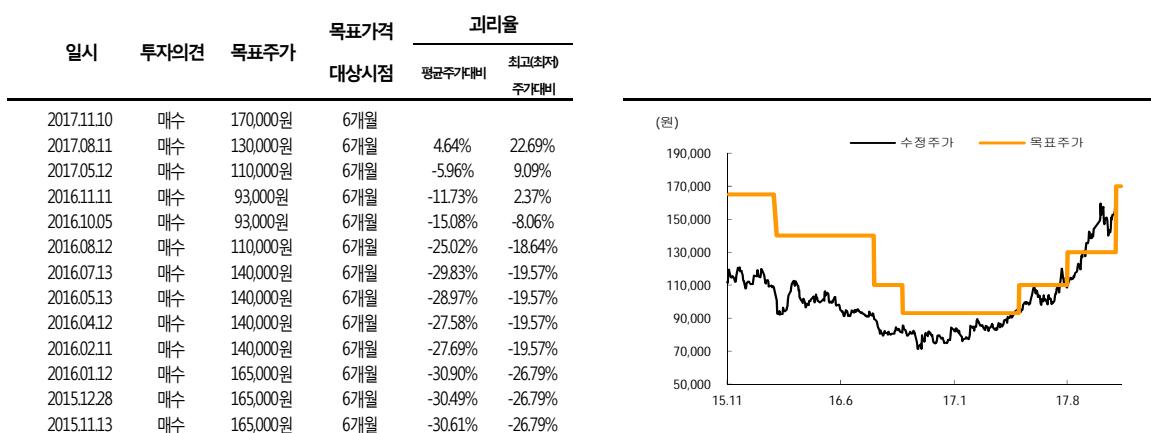
자료: 카카오, SK 증권

## 카카오 목표주가 산정

구분	Firm Value	지분율	카카오 가치	(단위: 억원, 주, 원)
로엔	26,405	76%	20,173	현주가 적용
모빌리티	11,786	72%	8,529	유상증자 당시 주당 68,207원 적용
카카오페이	5,750	61%	3,502	알리바바 증자 당시 Firm Value 기준
포도트리	2,925	58%	1,685	유상증자 당시 주당 34,552원 적용
카카오뱅크	8,000	10%	800	납입 자본금 기준
카카오게임즈	10,000	80%	8,000	예상 순이익 400억원 20배 적용
기타 자회사			4,279	장부가
주요 자회사 가치①			46,967	
카카오톡 가치②			34,821	국내 MAU당 80,895원 적용
다음포털 가치③			28,859	예상 순이익에 25배 적용
순차입금④			2,696	17년말 기준
카카오 총 가치			113,344	
발행주식 수			67,781,135	
적정주가			167,220	
목표주가			170,000	

자료: SK 증권

주: MAU 당 가치는 카카오톡의 높은 고객충성도 고려하여 라인 주요 4 개국 MAU 당 가치 대비 25% 할증



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 10일 기준)

매수	90.2%	중립	9.8%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	9,701	12,170	16,447	20,226	24,025
현금및현금성자산	3,972	6,416	7,820	11,341	14,938
매출채권및기타채권	1,452	2,510	3,014	3,210	3,364
재고자산	54	126	151	161	168
<b>비유동자산</b>	22,184	42,672	42,945	41,234	39,679
장기금융자산	429	1,038	1,635	1,635	1,635
유형자산	2,191	2,539	2,370	1,836	1,422
무형자산	18,556	37,332	36,894	35,752	34,651
<b>자산총계</b>	31,885	54,841	59,392	61,461	63,704
<b>유동부채</b>	3,161	8,060	8,964	9,428	9,792
단기금융부채	307	2,113	1,822	1,822	1,822
매입채무 및 기타채무	895	2,631	3,160	3,365	3,526
단기증당부채	11	14	16	17	18
<b>비유동부채</b>	2,869	9,752	9,762	9,747	9,727
장기금융부채	1,997	7,959	7,962	7,962	7,962
장기매입채무 및 기타채무	5	23	10	9	8
장기증당부채	284	323	381	403	420
<b>부채총계</b>	6,030	17,812	18,726	19,175	19,518
<b>지배주주지분</b>	25,524	34,325	36,891	38,453	40,296
자본금	301	339	339	339	339
자본잉여금	22,742	31,050	32,357	32,357	32,357
기타자본구성요소	-90	-112	-94	-94	-94
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	2,563	3,040	4,309	5,901	7,774
비지배주주지분	331	2,704	3,775	3,832	3,889
<b>자본총계</b>	25,855	37,029	40,666	42,285	44,186
<b>부채와자본총계</b>	31,885	54,841	59,392	61,461	63,704

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,899	3,319	2,677	3,862	3,931
당기순이익(순실)	1,095	1,003	1,295	1,814	2,129
비현금성활동등	778	1,550	1,929	2,471	2,359
유형자산감가상각비	491	562	597	535	414
무형자산상각비	263	576	652	1,353	1,311
기타	232	408	131	22	22
운전자본감소(증가)	376	1,310	-324	224	182
매출채권및기타채권의 감소증가)	236	-284	-1,268	-196	-154
재고자산감소(증가)	-23	-78	-25	-10	-8
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-165	1,052	931	205	161
기타	328	620	37	225	182
법인세납부	-351	-544	-222	-648	-739
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,388	-10,091	-2,638	-32	8
금융자산감소(증가)	-2,115	1,867	-2,023	0	0
유형자산감소(증가)	-749	-804	-357	0	0
무형자산감소(증가)	-72	-239	-211	-211	-211
기타	-1,452	-10,915	-47	179	219
<b>재무활동현금흐름</b>	1,942	9,182	1,419	-308	-343
단기금융부채증가(감소)	-24	2,031	-549	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,114	5,926	-3	0	0
자본의증가(감소)	131	81	20	0	0
배당금의 지급	-116	-113	-100	-170	-204
기타	-163	1,258	2,143	-138	-139
현금의 증가(감소)	-541	2,445	1,403	3,522	3,597
기초현금	4,512	3,972	6,416	7,820	11,341
기말현금	3,972	6,416	7,820	11,341	14,938
FCF	852	2,488	3,175	3,734	3,813

자료 : 카카오, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	9,322	14,642	19,726	21,807	22,713
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	9,322	14,642	19,726	21,807	22,713
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	8,436	13,481	17,920	19,409	19,949
영업이익	886	1,161	1,806	2,398	2,763
영업이익률 (%)	9.5	7.9	9.2	11.0	12.2
비영업순익	210	-158	-176	-60	-20
<b>순금융비용</b>	-101	48	-2	-42	-82
외환관련손익	8	78	37	37	37
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	104	-5	-116	-116	-116
세전계속사업이익	1,095	1,003	1,630	2,338	2,744
세전계속사업이익률 (%)	11.8	6.9	8.3	10.7	12.1
계속사업법인세	308	348	208	524	615
<b>계속사업이익</b>	788	655	1,422	1,814	2,129
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	788	655	1,422	1,814	2,129
순이익률 (%)	8.5	4.5	7.2	8.3	9.4
지배주주	757	577	1,370	1,762	2,077
<b>지배주주기여 순이익률(%)</b>	812	3.94	6.94	8.08	9.14
<b>비지배주주</b>	31	78	52	52	52
<b>총포괄이익</b>	775	649	1,397	1,789	2,104
<b>지배주주</b>	744	578	1,340	1,732	2,047
<b>비지배주주</b>	31	71	57	57	57
EBITDA	1,640	2,299	3,056	4,286	4,488

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	86.9	57.1	34.7	10.6	4.2
영업이익	-49.8	31.1	55.5	32.8	15.2
세전계속사업이익	-35.1	-8.4	62.5	43.4	17.4
EBITDA	-17.8	40.2	32.9	40.3	4.7
EPS(계속사업)	-79.3	-31.2	131.2	28.6	17.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	3.0	1.9	3.9	4.7	5.3
ROA	2.6	1.5	2.5	3.0	3.4
EBITDA마진	17.6	15.7	15.5	19.7	19.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	306.9	151.0	183.5	214.5	245.4
부채비율	23.3	48.1	46.1	45.4	44.2
순차입금/자기자본	-21.2	3.3	-6.6	-14.7	-22.2
EBITDA/이자비용(배)	196.1	16.1	22.3	31.2	32.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,269	874	2,020	2,599	3,063
BPS	42,472	50,765	54,358	56,660	59,376
CFPS	2,534	2,598	3,863	5,383	5,608
주당 현금배당금	167	148	250	300	330
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	124.0	137.1	78.9	61.4	52.1
PER(최저)	79.1	81.6	37.7	29.3	24.8
PBR(최고)	3.7	2.4	2.9	2.8	2.7
PBR(최저)	2.4	1.4	1.4	1.3	1.3
PCR	45.7	29.6	39.5	28.3	27.2
EV/EBITDA(최고)	52.8	33.1	35.8	24.7	22.8
EV/EBITDA(최저)	33.3	22.7	0.4	-0.5	-1.3