

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

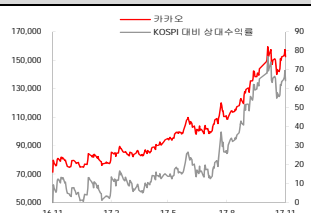
Company Data

| | |
|------------------|------------|
| 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 턴어라운드, 자회사 가치는 상승 중

카카오의 3Q17 실적은 모바일 광고 호조 속에 게임과 뮤직 부문 매출이 견조하게 유지되면서 시장 기대치를 상회하였음. 본업의 턴어라운드가 진행되고 있는 가운데 로엔 카오게임즈, 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 2018 년 상장을 준비하고 있으며, 카카오모빌리티는 내년 1 분기부터 택시 사업의 본격적인 수익화 작업에 들어갈 것으로 보인다. 카카오뱅크, 카카오페이 등 핀테크 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 2017 년 기준 75.5 배로 글로벌 Peers 대비 높지만, 플랫폼으로써의 입지가 빠르게 강화되며 매해 두 자릿수 영업이익의 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(지배주주) | 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 | % | 11.4 | 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

(단위: 억원)

| | 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

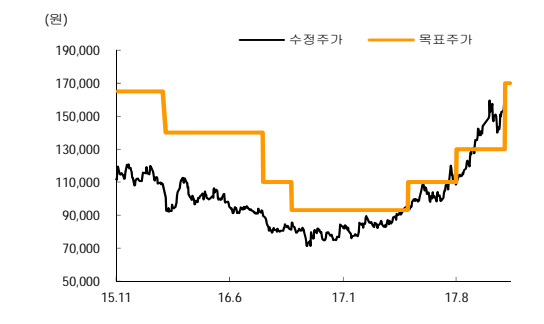
(단위: 억원, 주, 원)

| 구분 | Firm Value | 지분율 | 카카오 가치 | 비고 |
|------------|------------|-----|------------|--------------------------|
| 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 4개국 MAU 당 가치 대비 25% 할증

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2017.11.10 | 매수 | 170,000원 | 6개월 | | |
| 2017.08.11 | 매수 | 130,000원 | 6개월 | 4.64% | 22.69% |
| 2017.05.12 | 매수 | 110,000원 | 6개월 | -5.96% | 9.09% |
| 2016.11.11 | 매수 | 93,000원 | 6개월 | -11.73% | 23.7% |
| 2016.10.05 | 매수 | 93,000원 | 6개월 | -15.08% | -8.06% |
| 2016.08.12 | 매수 | 110,000원 | 6개월 | -25.02% | -18.64% |
| 2016.07.13 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -29.83% | -19.57% |
| 2016.05.13 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -28.97% | -19.57% |
| 2016.04.12 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -27.58% | -19.57% |
| 2016.02.11 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -27.69% | -19.57% |
| 2016.01.12 | 매수 | 165,000원 | 6개월 | -30.90% | -26.79% |
| 2015.12.28 | 매수 | 165,000원 | 6개월 | -30.49% | -26.79% |
| 2015.11.13 | 매수 | 165,000원 | 6개월 | -30.61% | -26.79% |



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 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 (2017 년 11 월 10 일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 31,885 | 54,841 | 59,392 | 61,461 | 63,704 |
| 유동부채 | 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 |
| 단기충당부채 | 11 | 14 | 16 | 17 | 18 |
| 비유동부채 | 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 |
| 장기충당부채 | 284 | 323 | 381 | 403 | 420 |
| 부채총계 | 6,030 | 17,812 | 18,726 | 19,175 | 19,518 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 25,855 | 37,029 | 40,666 | 42,285 | 44,186 |
| 부채외자본총계 | 31,885 | 54,841 | 59,392 | 61,461 | 63,704 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 1,899 | 3,319 | 2,677 | 3,862 | 3,931 |
| 당기순이익(손실) | 1,095 | 1,003 | 1,295 | 1,814 | 2,129 |
| 비현금성항목등 | 778 | 1,550 | 1,929 | 2,471 | 2,359 |
| 유형자산감가상각비 | 491 | 562 | 597 | 535 | 414 |
| 무형자산감가상각비 | 263 | 576 | 652 | 1,353 | 1,311 |
| 기타 | 232 | 408 | 131 | 22 | 22 |
| 운전자본감소(증가) | 376 | 1,310 | -324 | 224 | 182 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 236 | -284 | -1,268 | -196 | -154 |
| 재고자산감소(증가) | -23 | -78 | -25 | -10 | -8 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -165 | 1,052 | 931 | 205 | 161 |
| 기타 | 328 | 620 | 37 | 225 | 182 |
| 법인세납부 | -351 | -544 | -222 | -648 | -739 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | 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 |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,322 | 14,642 | 19,726 | 21,807 | 22,713 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 9,322 | 14,642 | 19,726 | 21,807 | 22,713 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 비영업손익 | 210 | -158 | -176 | -60 | -20 |
| 순금융비용 | -101 | 48 | -2 | -42 | -82 |
| 외환관련손익 | 8 | 78 | 37 | 37 | 37 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 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 |
| 계속사업이익 | 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 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 8.12 | 3.94 | 6.94 | 8.08 | 9.14 |
| 비지배주주 | 31 | 78 | 52 | 52 | 52 |
| 총포괄이익 | 775 | 649 | 1,397 | 1,789 | 2,104 |
| 지배주주 | 744 | 578 | 1,340 | 1,732 | 2,047 |
| 비지배주주 | 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 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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 |