

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

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

Company Data

자본금	340 억원
발행주식수	7,622 만주
자사주	1 만주
액면가	500 원
시가총액	96,422 억원
주요주주	
김범수(외36)	35.68%
MAXIMO PTE. LTD.	7.34%
외국인지분률	25.70%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(18/02/08)	126,500 원
KOSPI	2407.62 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	82,200 원
60일 평균 거래대금	1,576 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.7%	-17.2%
6개월	14.0%	13.3%
12개월	58.5%	36.0%

카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 155,000 원(하향))

아쉬운 수익성에도 장기 성장 기반은 견고해지고 있음

카카오 4Q17 실적은 비용 증가로 인해 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적을 기록하였음. 수익성은 아쉽지만 광고, 뮤직, 게임, 모빌리티 등 카카오 주요 서비스의 지표가 개선되고 있는 점은 긍정적. 단기 수익성 개선보다는 장기 성장 가능성에 투자하는 것이 바람직하다고 판단. 투자의견 매수 유지하나, 부진한 실적 반영하여 목표주가는 155,000 원으로 하향함

4Q17: 비용 증가로 영업이익 기대치 하회

카카오의 4Q17 실적은 매출액 5,447 억원(5.7% qoq), 영업이익 347 억원(-26.7% qoq, OPM: 6.4%)을 기록했다. 모바일 광고 성장 및 신규 플랫폼 출시로 광고 매출이 증가했고, 뮤직 콘텐츠가 호조를 보임에 따라 매출은 전기 대비 증가했다. 하지만 인건비, 광고선전비 등 주요 비용의 증가로 영업이익은 시장 컨센서스(513 억원) 대비 부진하였다.

수익성은 아쉽지만, 서비스 지표는 개선

4Q17 부진한 수익성에도 불구하고 카카오 주요 서비스 지표는 개선되고 있다. 신규 출시한 광고 플랫폼의 지표가 개선되고 있으며, 배틀그라운드는 일 평균 50 만명의 유저 수를 기록하며 PC 방 점유율 1위를 유지하고 있다. 로엔의 유료 이용자 수는 전기 대비 15 만명 증가한 455 만명이며, 카카오페이지 거래액도 60% 증가했다. 그 밖에 카카오택시의 일 최대 콜 수 240 만 돌파, 픽코마 유료 결제자 20% 증가 등 주요 서비스 지표들이 우상향하고 있다. 그 동안의 투자 성과가 결실을 맺기 시작하면서 장기 성장을 위한 기반이 될 것이다. 향후 GDR 발행을 통해 확보한 현금 또한 투자 재원으로 활용할 가능성이 높아 단기 수익성 우려에도 불구하고 장기 성장 잠재력을 높다고 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 1550,000 원(하향)

카카오에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 공격적인 투자와 서비스 고도화를 통해 장기 성장 기반을 확보하였다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 Sum Of The Parts로 산정한 155,000 원을 제시한다. 단기 부진에 따른 실적 하향분을 반영하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,989	9,322	14,642	19,724	21,774	22,679
yoY	%	136.7	86.9	57.1	34.7	10.4	4.2
영업이익	억원	1,764	886	1,161	1,650	1,906	2,165
yoY	%	167.9	-49.8	31.1	42.1	15.5	13.6
EBITDA	억원	1,995	1,640	2,299	2,923	3,836	3,925
세전이익	억원	1,688	1,095	1,003	1,550	1,885	2,185
순이익(자배주주)	억원	1,501	757	577	1,107	1,294	1,527
영업이익률%	%	35.4	9.5	7.9	8.4	8.8	9.6
EBITDA%	%	40.0	17.6	15.7	14.8	17.6	17.3
순이익률	%	30.0	8.5	4.5	6.5	6.7	7.5
EPS	원	6,117	1,269	874	1,632	1,709	2,018
PER	배	20.2	91.2	88.1	83.9	74.0	62.7
PBR	배	2.9	2.7	1.5	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA	배	32.6	39.4	24.4	31.4	24.0	22.7
ROE	%	114	3.0	1.9	3.0	3.2	3.6
순차입금	억원	-6,402	-5,468	1,206	-6,339	-10,112	-13,720
부채비율	%	12.4	23.3	48.1	42.6	43.0	42.9

카카오 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017F	2018F
매출액	4,438	4,684	5,154	5,447	5,147	5,251	5,516	5,860	14,642	19,724	21,774
광고플랫폼	1,333	1,514	1,515	1,595	1,496	1,649	1,627	1,730	5,340	5,957	6,501
콘텐츠플랫폼	2,218	2,363	2,615	2,659	2,692	2,736	2,838	2,912	7,019	9,855	11,178
게임 콘텐츠	803	787	939	892	918	915	921	933	3,203	3,421	3,687
뮤직 콘텐츠	1,103	1,171	1,221	1,291	1,291	1,331	1,419	1,474	2,963	4,785	5,515
기타 콘텐츠	312	405	455	477	484	490	497	504	853	1,649	1,975
기타	887	808	1,024	1,193	960	866	1,051	1,218	2,284	3,911	4,095
영업비용	4,055	4,238	4,680	5,100	4,714	4,783	5,058	5,313	13,481	18,073	19,868
영업이익	383	446	474	347	433	467	459	547	1,161	1,650	1,906
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	8.4%	8.9%	8.3%	9.3%	7.9%	8.4%	8.8%

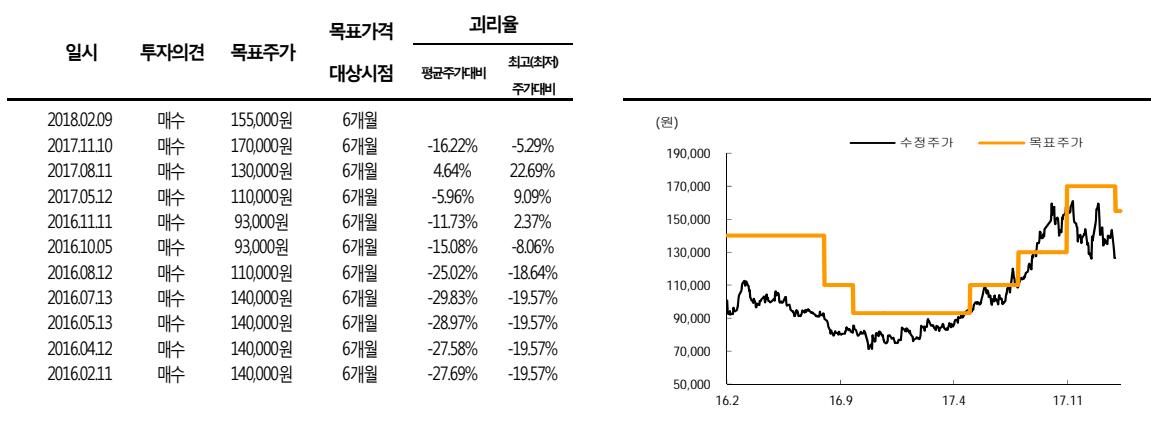
자료: 카카오, SK 증권

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			23,088	예상 순이익에 20배 적용
순차입금④			1,957	3Q17 별도 기준
카카오 총 가치			102,918	
발행주식 수			67,781,135	
적정주가			151,839	
목표주가			155,000	

자료 SK 증권



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 (2018년 2월 9일 기준)

매수	89.8%	중립	10.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,701	12,170	20,058	24,130	27,940
현금및현금성자산	3,972	6,416	8,656	12,428	16,036
매출채권및기타채권	1,452	2,510	3,013	3,241	3,395
재고자산	54	126	151	162	170
비유동자산	22,184	42,672	43,695	42,088	40,638
장기금융자산	429	1,038	2,177	2,177	2,177
유형자산	2,191	2,539	2,492	1,929	1,494
무형자산	18,556	37,332	36,905	35,747	34,632
자산총계	31,885	54,841	63,752	66,218	68,578
유동부채	3,161	8,060	8,942	9,482	9,846
단기금융부채	307	2,113	1,804	1,804	1,804
매입채무 및 기타채무	895	2,631	3,158	3,397	3,558
단기증당부채	11	14	16	17	18
비유동부채	2,869	9,752	10,094	10,427	10,751
장기금융부채	1,997	7,959	7,949	7,949	7,949
장기매입채무 및 기타채무	5	23	14	16	17
장기증당부채	284	323	380	406	424
부채총계	6,030	17,812	19,036	19,909	20,597
지배주주지분	25,524	34,325	39,969	41,389	42,891
자본금	301	339	340	340	340
자본잉여금	22,742	31,050	35,526	35,526	35,526
기타자본구성요소	-90	-112	-78	-78	-78
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	2,563	3,040	4,046	5,340	6,715
비지배주주지분	331	2,704	4,747	4,919	5,091
자본총계	25,855	37,029	44,716	46,308	47,982
부채와자본총계	31,885	54,841	63,752	66,218	68,578

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,899	3,319	1,906	3,876	3,823
당기순이익(순실)	1,095	1,003	1,380	1,463	1,696
비현금성활동등	778	1,550	1,802	2,373	2,229
유형자산감가상각비	491	562	605	562	435
무형자산상각비	263	576	667	1,368	1,325
기타	232	408	317	42	42
운전자본감소(증가)	376	1,310	-1,166	589	514
매출채권및기타채권의 감소증가)	236	-284	-1,268	-228	-154
재고자산감소(증가)	-23	-78	-25	-11	-8
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-165	1,052	612	239	161
기타	328	620	-486	590	515
법인세납부	-351	-544	-111	-549	-617
투자활동현금흐름	-4,388	-10,091	-3,535	31	73
금융자산감소(증가)	-2,115	1,867	-2,798	0	0
유형자산감소(증가)	-749	-804	-555	0	0
무형자산감소(증가)	-72	-239	-210	-210	-210
기타	-1,452	-10,915	28	241	283
재무활동현금흐름	1,942	9,182	3,911	-134	-288
단기금융부채증가(감소)	-24	2,031	-576	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,114	5,926	-3	0	0
자본의증가(감소)	131	81	26	0	0
배당금의 지급	-116	-113	-100	0	-152
기타	-163	1,258	4,656	-134	-135
현금의 증가(감소)	-541	2,445	2,239	3,773	3,608
기초현금	4,512	3,972	6,416	8,656	12,428
기말현금	3,972	6,416	8,656	12,428	16,036
FCF	852	2,488	2,801	3,428	3,385

자료 : 카카오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,322	14,642	19,724	21,774	22,679
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,322	14,642	19,724	21,774	22,679
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,436	13,481	18,073	19,868	20,514
영업이익	886	1,161	1,650	1,906	2,165
영업이익률 (%)	9.5	7.9	8.4	8.8	9.6
비영업순익	210	-158	-100	-21	20
순금융비용	-101	48	-59	-104	-146
외환관련손익	8	78	37	37	37
관계기업투자등 관련손익	104	-5	-120	-120	-120
세전계속사업이익	1,095	1,003	1,550	1,885	2,185
세전계속사업이익률 (%)	11.8	6.9	7.9	8.7	9.6
계속사업법인세	308	348	275	422	490
계속사업이익	788	655	1,276	1,463	1,696
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	788	655	1,276	1,463	1,696
순이익률 (%)	8.5	4.5	6.5	6.7	7.5
지배주주	757	577	1,107	1,294	1,527
지배주주기여 순이익률(%)	81.2	3.94	5.61	5.94	6.73
비지배주주	31	78	169	169	169
총포괄이익	775	649	1,406	1,592	1,826
지배주주	744	578	1,233	1,420	1,654
비지배주주	31	71	172	172	172
EBITDA	1,640	2,299	2,923	3,836	3,925

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	86.9	57.1	34.7	10.4	4.2
영업이익	-49.8	31.1	42.1	15.5	13.6
세전계속사업이익	-35.1	-8.4	54.6	21.6	16.0
EBITDA	-17.8	40.2	27.1	31.3	2.3
EPS(계속사업)	-79.3	-31.2	86.8	4.7	18.0
수익성 (%)					
ROE	3.0	1.9	3.0	3.2	3.6
ROA	2.6	1.5	2.2	2.3	2.5
EBITDA마진	17.6	15.7	14.8	17.6	17.3
안정성 (%)					
유동비율	306.9	151.0	224.3	254.5	283.8
부채비율	23.3	48.1	42.6	43.0	42.9
순차입금/자기자본	-21.2	3.3	-14.2	-21.8	-28.6
EBITDA/이자비용(배)	196.1	16.1	21.4	28.1	28.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,269	874	1,632	1,709	2,018
BPS	42,472	50,765	58,857	54,300	56,270
CFPS	2,534	2,598	3,508	4,259	4,343
주당 현금배당금	167	148	0	200	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	124.0	137.1	98.6	93.3	79.1
PER(최저)	79.1	81.6	46.6	74.0	62.7
PBR(최고)	3.7	2.4	2.7	2.9	2.8
PBR(최저)	2.4	1.4	1.3	2.3	2.3
PCR	45.7	29.6	39.1	29.7	29.1
EV/EBITDA(최고)	52.8	33.1	37.0	27.4	26.0
EV/EBITDA(최저)	33.3	22.7	-0.4	22.6	21.3