

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	382 억원
발행주식수	8,339 만주
자사주	1 만주
액면가	500 원
시가총액	83,386 억원
주요주주	
김범수(외40)	32.56%
MAXIMO PTE. LTD.	6.71%
외국인지분률	24.70%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(18/11/08)	100,000 원
KOSPI	2092.63 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	87,600 원
60일 평균 거래대금	501 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.0%	0.2%
6개월	-10.7%	4.5%
12개월	-36.5%	-22.6%

카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 135,000 원(하향))

타입인 성장 기조 확인. 이제 수익성을 확인하자

카카오의 3Q18 실적은 전년 대비 부진했으나 시장 컨센서스에는 부합

- 1) 광고와 카카오톡, 카카오페이지 등의 호조로 사상 최대 분기 매출액 기록
- 2) 영업이익은 신규사업 확장에 따른 비용 부담으로 전년 동기 대비 감소
- 3) 단기 수익성 개선 시기는 지연될 수 있으나, 신규 사업의 성과가 가시화되며 점진적인 기업가치 상승 기대

3Q18: 다소 부진했으나, 컨센서스에는 부합

카카오의 3Q18 실적은 매출액 5,993 억원(16.3% yoy), 영업이익 307 억원(-35.3% yoy, OPM: 5.1%)이다. 매출액은 메시지 기반 광고매출 확대와 카카오페이지 거래액 확대에 따라 분기 최대치를 경신하였다. 게임매출은 전년 동기 대비 증가했으나, 배틀그라운드 등의 트래픽 정체와 검은사막의 비수기 영향으로 전기 대비로는 감소하였다. 영업이익은 전기 대비 증가했지만 전년 동기 대비로는 하락하였다. 신규사업 확장으로 인해 인건비가 지속적으로 증가하였으며 지급수수료, 콘텐츠수수료 등 매출연동 비용도 증가하였다. 이에 영업이익률은 전년 수치인 8.4%보다 낮은 상태가 계속되고 있다.

단기 수익성 부진에도 신규사업의 성과도 가시화될 전망

신규사업 진출에 따른 투자 부담으로 카카오의 단기 수익성은 악화되었다. 하지만 신규사업에 대한 성과가 점차 가시화되고 있다. 카카오페이지의 3분기 거래액은 5조 3,000억 원을 기록하며 전분기 대비 32% 증가하였다. 바로투자증권 인수로 카카오페이지와의 시너지도 가시화될 것이다. 카카오 M은 드라마를 포함하여 연 5편 이상의 영상콘텐츠를 제작할 예정이다. 카풀서비스는 이해관계자와의 협력이 필요해 출시 일정이 확정되지는 않았지만 의미있는 규모의 크루(기사) 모집에 성공하였다. 카카오페이지와 픽코마의 거래액도 전년 동기 대비 각각 51%, 165% 증가하였다. 내년에는 신규사업의 수익성에 초점을 맞출 것으로 예상되어 점진적인 수익성 개선이 가능할 전망이다. 목표주가는 Sum of The Parts로 산정한 135,000 원을 제시한다. 단기 실적부진에 따른 실적추정치 하향을 반영한 결과이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	9,322	14,642	19,723	23,561	25,554	27,416
yoy	%	86.9	57.1	34.7	19.5	8.5	7.3
영업이익	억원	886	1,161	1,654	1,052	1,558	1,913
yoy	%	-49.8	31.1	42.4	-36.4	48.1	22.8
EBITDA	억원	1,640	2,299	2,952	2,360	3,441	3,633
세전이익	억원	1,095	1,003	1,533	1,794	1,923	2,327
순이익(지배주주)	억원	757	577	1,086	709	1,434	1,740
영업이익률%	%	9.5	7.9	8.4	4.5	6.1	7.0
EBITDA%	%	17.6	15.7	15.0	10.0	13.5	13.3
순이익률	%	8.5	4.5	6.3	3.1	5.7	6.4
EPS	원	1,269	874	1,601	907	1,837	2,229
PER	배	91.2	88.1	85.6	110.2	54.4	44.9
PBR	배	2.7	1.5	2.3	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	39.4	24.4	30.5	30.1	19.7	17.8
ROE	%	3.0	1.9	2.9	1.5	2.7	3.2
순차입금	억원	-5,468	1,206	-7,704	-18,640	-22,210	-25,810
부채비율	%	23.3	48.1	40.9	34.9	36.6	38.2

카카오 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18P	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	4,438	4,684	5,154	5,447	5,554	5,889	5,993	6,124	19,724	23,561	25,554
광고플랫폼	1,333	1,514	1,515	1,595	1,546	1,664	1,671	1,725	5,957	6,607	6,962
콘텐츠플랫폼	2,218	2,363	2,615	2,659	2,856	3,028	3,067	3,181	9,855	12,131	13,620
게임 콘텐츠	803	787	939	892	1,056	1,116	994	1,020	3,421	4,186	4,296
뮤직 콘텐츠	1,103	1,171	1,221	1,291	1,263	1,305	1,360	1,399	4,785	5,327	6,011
기타 콘텐츠	312	405	455	477	538	607	713	761	1,649	2,618	3,313
기타	887	808	1,024	1,193	1,152	1,198	1,255	1,218	3,911	4,823	4,971
영업비용	4,055	4,238	4,680	5,100	5,450	5,613	5,686	5,759	18,073	22,509	23,995
영업이익	383	446	474	347	104	276	307	365	1,650	1,052	1,558
영업이익률	8.6%	9.5%	9.2%	6.4%	1.9%	4.7%	5.1%	6.0%	8.4%	4.5%	6.1%

자료: 카카오, SK 증권

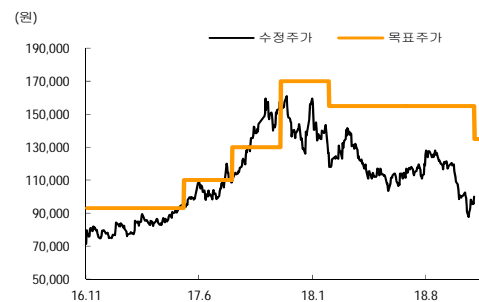
카카오 목표주가 산정

(단위: 억원 주 원)

구분	Firm Value	지분율	카카오 가치	비고
카카오M			25,266	최종 시가총액 기준
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 20배 적용
기타 자회사			4,279	장부가
주요 자회사 가치①			52,061	
카카오톡 가치②			34,821	국내 MAU당 80,895원 적용
다음포털 가치③			13,109	예상 순이익에 20배 적용
순차입금④			-19,294	3Q18 별도 기준
카카오 총 가치			113,070	①+②+③-④
발행주식 수			83,386,273	
적정주가			135,597	
목표주가			135,000	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.09	매수	135,000원	6개월		
2018.08.10	매수	155,000원	6개월	-24.68%	-8.71%
2018.05.11	매수	155,000원	6개월	-23.31%	-8.71%
2018.02.09	매수	155,000원	6개월	-19.68%	-8.71%
2017.11.10	매수	170,000원	6개월	-16.22%	-5.29%
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	-10.99%	2.37%



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 (2018 년 11 월 9 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	12,170	19,931	31,648	35,614	39,579
현금및현금성자산	6,416	11,168	18,051	21,621	25,220
매출채권및기타채권	2,510	3,072	3,454	3,739	4,004
재고자산	126	216	242	262	281
비유동자산	42,672	43,563	46,818	45,468	44,434
장기금융자산	1,038	1,717	4,167	4,167	4,167
유형자산	2,539	2,710	2,445	1,883	1,451
무형자산	37,332	36,896	36,991	36,024	35,091
자산총계	54,841	63,494	78,466	81,082	84,013
유동부채	8,060	10,409	17,512	18,316	19,060
단기금융부채	2,113	1,766	7,795	7,795	7,795
매입채무 및 기타채무	2,631	2,804	3,152	3,413	3,655
단기충당부채	14	19	22	24	25
비유동부채	9,752	8,007	2,806	3,411	4,169
장기금융부채	7,959	6,208	431	431	431
장기매입채무 및 기타채무	23	15	13	16	19
장기충당부채	323	362	407	441	472
부채총계	17,812	18,416	20,318	21,727	23,229
지배주주지분	34,325	40,291	52,267	53,472	54,900
자본금	339	340	382	382	382
자본잉여금	31,050	36,036	47,400	47,400	47,400
기타자본구성요소	-112	-60	-29	-29	-29
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	3,040	4,025	4,762	6,030	7,520
비지배주주지분	2,704	4,787	5,881	5,882	5,884
자본총계	37,029	45,078	58,148	59,355	60,784
부채외자본총계	54,841	63,494	78,466	81,082	84,013

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,319	3,915	2,662	3,790	3,854
당기순이익(손실)	1,003	1,533	1,302	1,458	1,764
비현금성항목등	1,550	1,810	1,383	1,984	1,869
유형자산감가상각비	562	607	635	562	433
무형자산감가상각비	576	691	673	1,321	1,286
기타	408	587	120	90	90
운전자본감소(증가)	1,310	598	1,545	781	751
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-284	-20	-491	-286	-264
재고자산감소(증가)	-78	5	15	-20	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,052	34	278	261	241
기타	620	579	1,743	826	792
법인세납부	-544	-27	-1,568	-431	-529
투자활동현금흐름	-10,091	-3,848	-7,675	48	96
금융자산감소(증가)	1,867	-2,695	-6,271	0	0
유형자산감소(증가)	-804	-722	-341	0	0
무형자산감소(증가)	-239	-278	-353	-353	-353
기타	-10,915	-152	-709	401	449
재무활동현금흐름	9,182	4,782	9,979	-268	-351
단기금융부채증가(감소)	2,031	-1,876	-239	0	0
장기금융부채증가(감소)	5,926	-4	-65	0	0
자본의증가(감소)	81	-6	10,547	0	0
배당금의 지급	-113	-160	-101	-167	-250
기타	1,258	6,828	-143	-101	-101
현금의 증가(감소)	2,445	4,751	6,883	3,570	3,599
기초현금	3,972	6,416	11,168	18,051	21,621
기말현금	6,416	11,168	18,051	21,621	25,220
FCF	2,488	3,411	1,627	3,109	3,185

자료 : 카카오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,642	19,723	23,561	25,554	27,416
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	14,642	19,723	23,561	25,554	27,416
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	13,481	18,069	22,509	23,995	25,503
영업이익	1,161	1,654	1,052	1,558	1,913
영업이익률 (%)	7.9	8.4	4.5	6.1	7.0
비영업손익	-158	-121	742	364	413
순금융비용	48	-33	-245	-297	-345
외환관련손익	78	-135	-17	-17	-17
관계기업투자등 관련손익	-5	134	175	175	175
세전계속사업이익	1,003	1,533	1,794	1,923	2,327
세전계속사업이익률 (%)	6.9	7.8	7.6	7.5	8.5
계속사업법인세	348	282	1,062	465	563
계속사업이익	655	1,251	732	1,458	1,764
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	655	1,251	732	1,458	1,764
순이익률 (%)	4.5	6.3	3.1	5.7	6.4
지배주주	577	1,086	709	1,434	1,740
지배주주귀속 순이익률(%)	3.94	5.51	3.01	5.61	6.35
비지배주주	78	165	23	23	23
총포괄이익	649	1,191	648	1,373	1,679
지배주주	578	1,027	646	1,372	1,678
비지배주주	71	164	1	1	1
EBITDA	2,299	2,952	2,360	3,441	3,633

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	57.1	34.7	19.5	8.5	7.3
영업이익	31.1	42.4	-36.4	48.1	22.8
세전계속사업이익	-8.4	52.9	17.0	7.2	21.0
EBITDA	40.2	28.4	-20.1	45.8	5.6
EPS(계속사업)	-31.2	83.3	-43.3	102.4	21.3
수익성 (%)					
ROE	1.9	2.9	1.5	2.7	3.2
ROA	1.5	2.1	1.0	1.8	2.1
EBITDA마진	15.7	15.0	10.0	13.5	13.3
안정성 (%)					
유동비율	151.0	191.5	180.7	194.4	207.7
부채비율	48.1	40.9	34.9	36.6	38.2
순차입금/자기자본	3.3	-17.1	-32.1	-37.4	-42.5
EBITDA/이자비용(배)	16.1	26.3	22.6	33.0	34.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	874	1,601	907	1,837	2,229
BPS	50,765	59,332	62,680	64,126	65,838
CFPS	2,598	3,516	2,583	4,248	4,430
주당 현금배당금	148	148	200	300	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	137.1	100.5	175.8	86.8	71.6
PER(최저)	81.6	47.5	96.5	47.7	39.3
PBR(최고)	2.4	2.7	2.5	2.5	2.4
PBR(최저)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3
PCR	29.6	39.0	38.7	23.5	22.6
EV/EBITDA(최고)	33.1	36.0	41.1	27.3	25.0
EV/EBITDA(최저)	22.7	-1.0	25.7	16.7	15.0