

SK COMPANY Analysis



Analyst
조용선

yongsun.cho@sk.com.kr
02-3773-8826

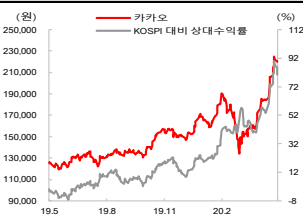
Company Data

자본금	43 십억원
발행주식수	8,707 만주
자사주	249 만주
액면가	500 원
시가총액	19,155 십억원
주요주주	
김범수(외20)	28.04%
국민연금공단	7.89%
외국인지분률	31.80%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(20/05/20)	231,500 원
KOSPI	1980.61 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	225,000 원
52주 최저가	119,500 원
60일 평균 거래대금	178 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	27.9%	23.6%
6개월	40.6%	52.8%
12개월	76.7%	83.4%

카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 270,000 원(상향))

신사업 적자축소 구간, 알맞은 속도와 방향성

동사의 1 분기 호실적은 시장 전망치를 상회했음은 물론, 내용 측면에서도 더할 나위 없었다. 광고시장 난항에도 비즈보드는 선방했으며, 비대면 소비 중심의 커머스는 고성장했다. 카카오페이 거래액은 +35%(y-y) 증가했고, 카카오페이와 픽코마 등 유료콘텐츠의 1 분기 글로벌 거래액은 1,393 억원(+51% y-y)을 기록했다. 지난 5 개년 높은 판관비율로 low-high single에 머물렀던 이익률이 10.2%에 올라섰다. 올 한 해는 신사업 적자 축소 구간이며, '뱅크'와 '페이지'의 IPO 스토리가 하반기를 지켜줄 것이다.

1 분기 제고된 이익률, 연중 실적 안정성으로 지속될 것

수익성과 내용 측면에서 더할 나위 없는, 그야말로 호실적을 기록한 동사의 1 분기 기조는 연중 유지될 것으로 전망한다. 1)광고시장 난항에도 동사의 비즈보드는 선방했으며 (일 매출 평균 4.4 억원으로 전년 4Q 수준 방어), 2)선물하기/톡스토어 등 커머스 거래액은 비대면 소비 증가로 수혜, 3)모빌리티, 카카오페이 등 신사업부문의 적자축소가 주효(1Q20 -223 억원, 전분기 대비 206 억원, 전년동기 대비 299 억원 감소)했던 점에 주목할 필요가 있다. 비즈보드의 선방, 커머스 고성장, 신사업 적자축소는 2 분기는 물론 하반기에도 유지될 '구조적 개선 요인'이기 때문이다.

테크핀과 콘텐츠에서 여전히 강세, '기대감 높아지는 IPO story'

동사의 테크핀과 콘텐츠 등 주요 부문이 '언택트(Untact)' 키워드에 부합됨을 입증하고 있다(신사업 매출 1,005 억원, +68% y-y). 1 분기 카카오페이 거래액은 14.3 조원(+35% y-y)을 기록했고 유료 콘텐츠 1 분기 글로벌 거래액이 +51%(y-y) 성장했다. 더불어 카카오페이 흑자 유지 또한 고무적이다. 한편, 당초 우려되었던 모빌리티 부문 역시 카카오톡 T 블루 등 수익형 모델 기여로 상당 부분 실적 방어에 성공했다. 향후 중요한 것은, 동사 '테크핀'과 '콘텐츠 플랫폼'의 대표격인 '카카오뱅크', '카카오페이'가 하반기 중 IPO 스토리를 구체화할 것이라는 점이다. 양 사에 대한 카카오의 지분 가치가 현실화될 경우 또 다른 레이어링 구간을 마칠 것으로 기대한다. 전자서명법 개정안 통과에 따라 카카오페이 '인증서비스' 또한 주목할 만하다. Peer Group multiple 상승과 주요 자회사 외형확대 반영하여, 투자이견 매수 유지 및 목표주가 270,000 원으로 상향 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	1,972	2,417	3,070	3,781	4,493	5,033
yoy	%	34.7	22.6	27.0	23.2	18.8	12.0
영업이익	십억원	165	73	207	423	629	725
yoy	%	42.4	-55.9	183.5	104.4	48.9	15.2
EBITDA	십억원	295	208	426	556	724	796
세전이익	십억원	153	131	-234	513	674	771
순이익(지배주주)	십억원	109	48	-301	369	514	580
영업이익률%	%	8.4	3.0	6.7	11.2	14.0	14.4
EBITDA%	%	15.0	8.6	13.9	14.7	16.1	15.8
순이익률	%	6.3	0.7	-11.1	9.0	10.5	10.7
EPS(계속사업)	원	1,601	613	-3,578	4,241	5,904	6,665
PER	배	85.6	168.0	N/A	51.9	37.3	33.0
PBR	배	2.3	1.7	2.5	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	배	30.1	36.3	29.1	31.9	23.5	20.4
ROE	%	2.9	1.0	-5.8	6.8	8.8	9.1
순차입금	십억원	-902	-1,533	-1,419	-1,986	-2,688	-3,408
부채비율	%	42.3	41.5	52.2	56.6	59.8	60.2

카카오 Target price: SOTP Valuation

(단위: 십억원)

Talk business	10,604	a	12M Fwd. NOPLAT * Global Peer
Portal business	1,701	b	12M Fwd. NOPLAT * Peer 30% discount
Music	1,632	c	12M Fwd. NOPLAT * 17x
IP business	996	e	12M Fwd. NOPLAT * 12x
사업가치	14,933	$f=(a+b+c+d+e)$	
카카오모빌리티	904	g	투자평가액 * 지분율 69.3% * 20% discount
카카오페이	2,046	h	적정가치 3.3조원 지분율 60.9%
카카오뱅크	1,346	i	자본총계 1.8조원 * P/B 2.2x * 지분율 34%
카카오게임즈	644	j	NP * 지분율 60.4% * Peer 15% discount
카카오페이지/픽코마	2,730	k	12M Fwd. GMV * Peer Multiple
지분가치	7,670	$l=g+h+i+j+k$	
KaKao Fair Value	22,603	$m=f+l$	
주식수	0.083484	n	shares bn
목표주가	270,000	$o=m/n$	KRW
현재주가	231,500		KRW
upside	16.6%		

자료: 카카오, DART, SK 증권 리서치센터

KaKao 매출구성

플랫폼	특비즈	카카오톡(플친, 샵탭, 톡스토어)
	부문	카카오톡 선물하기, 메이커스 카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘 신규톡BM(특비즈보드, 챗봇 등)
포털비즈		Daum PC
		Daum Mobile
		기타 자회사광고
		카카오스토리/스타일/페이지
신사업		모빌리티, 페이
		기타(기타 연결자회사)
콘텐츠	게임	모바일, PC, 카카오VX
부문	뮤직	멜론, 카카오뮤직, 음원유통, 티켓
	유료 콘텐츠	카카오페이지, 다음웹툰, 픽코마
	IP 비즈니스	카카오 IX, 카카오M(음원유통 제외)
		기타

자료: 카카오, SK 증권

주: 2Q19 기점 플랫폼 신사업에서 연결 자회사 제외

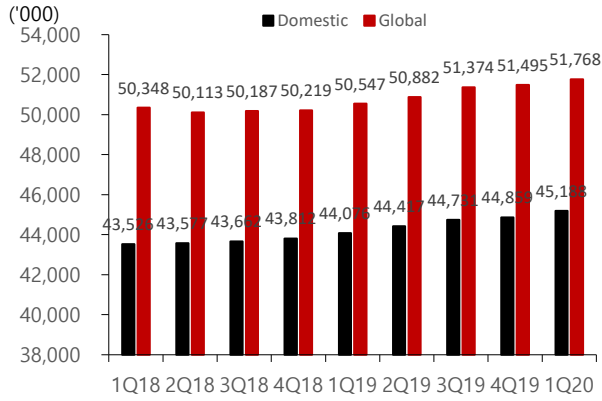
카카오 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	706.3	733.0	783.2	867.3	868.4	929.5	965.9	1,017.5	3,089.8	3,781.3	4,492.9
플랫폼부문	313.1	326.8	350.7	444.0	441.8	470.5	495.3	543.2	1,434.7	1,950.8	2,399.2
특비즈	126.9	138.9	162.4	221.6	224.7	232.2	265.5	295.0	649.8	1,017.4	1,390.0
포털비즈	126.4	136.9	126.1	134.2	116.6	140.8	129.8	138.0	523.6	525.2	527.2
신사업	59.8	51.0	62.3	88.2	100.5	97.5	100.0	110.2	261.2	408.2	482.0
콘텐츠부문	393.2	406.2	432.4	423.3	426.6	459.0	470.6	474.3	1,655.1	1,830.5	2,093.7
게임콘텐츠	94.0	98.4	99.0	105.9	96.8	99.0	101.5	109.8	397.4	407.1	401.0
뮤직콘텐츠	137.2	144.6	151.5	153.3	150.7	157.0	161.2	164.4	586.6	633.3	642.0
유료콘텐츠	74.6	81.5	91.9	47.8	97.0	108.8	110.8	100.2	295.8	416.8	650.0
IP비즈니스	87.3	81.7	90.1	116.3	81.9	94.2	97.1	99.9	375.3	373.1	400.7
YoY	27.2%	24.5%	30.7%	28.8%	22.9%	26.8%	23.3%	17.3%	27.8%	22.4%	18.8%
플랫폼부문	34.8%	30.2%	38.6%	46.5%	41.1%	44.0%	41.2%	22.3%	38.0%	36.0%	23.0%
특비즈	43.3%	42.4%	51.6%	73.3%	77.1%	67.1%	63.5%	33.1%	54.3%	56.6%	36.6%
포털비즈	3.9%	6.7%	9.1%	3.4%	-7.8%	2.8%	3.0%	2.8%	5.7%	0.3%	0.4%
신사업	171.6%	103.0%	105.3%	94.7%	68.1%	91.3%	60.6%	24.9%	112.8%	56.3%	18.1%
콘텐츠부문	21.7%	20.2%	24.9%	14.3%	8.5%	13.0%	8.8%	12.1%	20.1%	10.6%	14.4%
게임콘텐츠	-10.9%	-11.9%	-0.4%	5.6%	3.0%	0.6%	2.5%	3.6%	-4.7%	2.5%	-1.5%
뮤직콘텐츠	8.7%	10.8%	11.4%	9.4%	9.8%	8.6%	6.4%	7.2%	10.1%	8.0%	1.4%
유료콘텐츠	70.6%	60.3%	52.0%	-24.6%	30.0%	33.5%	20.5%	109.8%	35.5%	40.9%	55.9%
IP비즈니스	83.7%	81.8%	78.7%	74.6%	-6.1%	15.3%	7.8%	-14.1%	79.2%	-0.6%	7.4%
영업비용	678.6	692.6	724.1	787.9	780.2	830.4	849.3	898.8	2,883.2	3,358.7	3,863.6
인건비	160.1	159.0	177.4	205.2	198.7	176.5	195.1	227.7	701.7	798.1	833.2
매출연동비	330.6	341.9	355.0	359.8	381.7	433.5	437.8	422.1	1,387.3	1,675.1	1,990.4
인프라비	89.9	84.4	79.1	106.8	92.1	107.1	101.8	129.4	360.3	430.3	511.3
마케팅비	32.9	39.9	36.8	41.5	29.9	40.7	37.6	42.3	151.2	150.6	188.0
상각비	50.1	53.4	60.7	56.4	58.7	54.4	62.0	59.2	220.6	234.3	262.2
기타	14.9	13.9	15.0	18.2	19.1	18.2	15.0	18.0	62.0	70.3	78.5
영업이익	27.7	40.5	59.1	79.4	88.2	99.1	116.6	118.7	206.6	422.6	629.3
YoY	165.9%	46.6%	92.7%	1749.6%	218.9%	144.9%	97.4%	49.5%	183.2%	104.5%	48.9%
OPM	3.9%	5.5%	7.5%	9.2%	10.2%	10.7%	12.1%	11.7%	6.7%	11.2%	14.0%
세전이익	40.5	53.6	88.8	-410.2	126.6	113.6	147.8	112.4	-227.3	500.4	686.0
당기순이익	17.6	31.0	51.5	-439.8	79.9	79.5	96.1	75.3	-339.8	330.8	480.2
지배순이익	27.5	38.8	55.7	-420.2	77.5	87.3	100.3	94.9	-298.2	360.0	522.0
세전이익률	5.7%	7.3%	11.3%	-47.3%	14.6%	12.2%	15.3%	11.0%	-7.4%	13.2%	15.3%
당기순이익률	2.5%	4.2%	6.6%	-50.7%	9.2%	8.6%	9.9%	7.4%	-11.0%	8.7%	10.7%
지배순이익률	3.9%	5.3%	7.1%	-48.5%	8.9%	9.4%	10.4%	9.3%	-9.7%	9.5%	11.6%

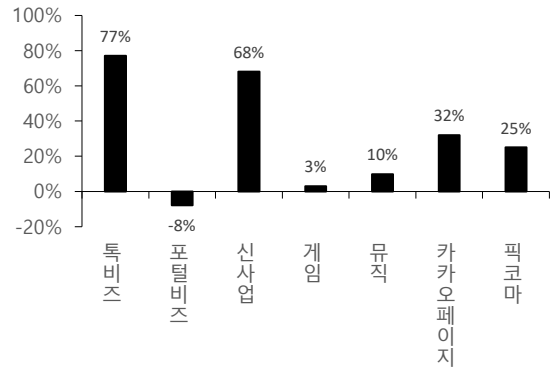
자료: 카카오, SK 증권 리서치센터

카카오 MAU 트렌드



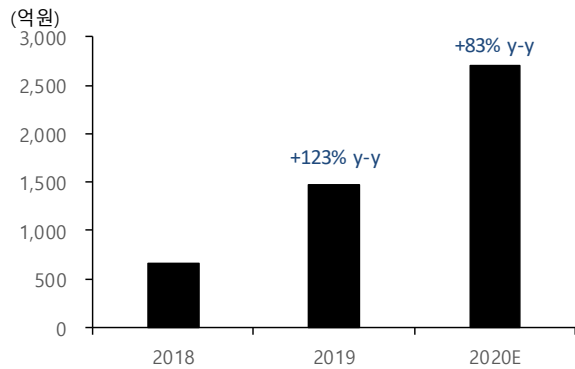
자료: 카카오, SK 증권

1Q20 부문별 매출 성장률(y-y)



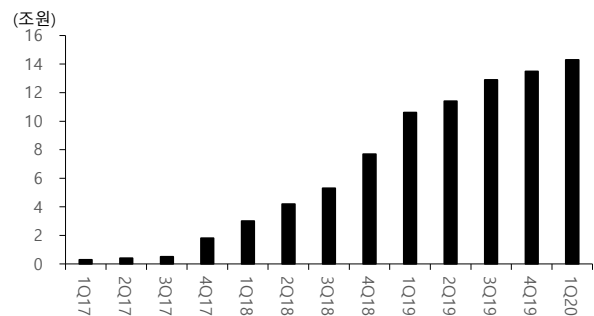
자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 매출액 트렌드



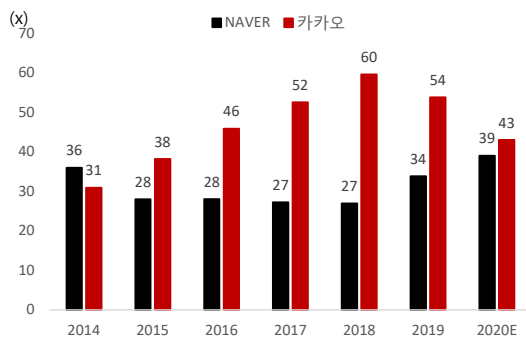
자료: 카카오, SK 증권

카카오페이 거래대금 추이



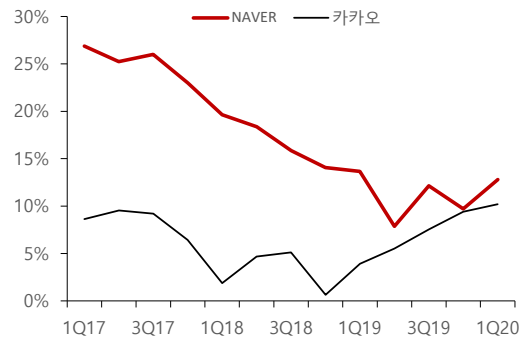
자료: 카카오, SK 증권

네이버 / 카카오 Historical Valuation



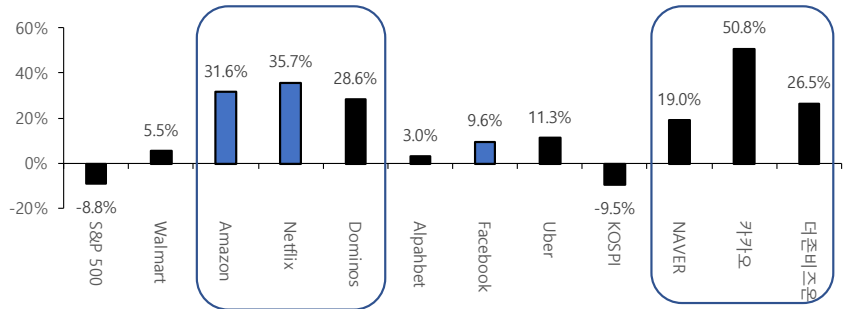
자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터

양사 분기별 OPM - 카카오 높은 반등세



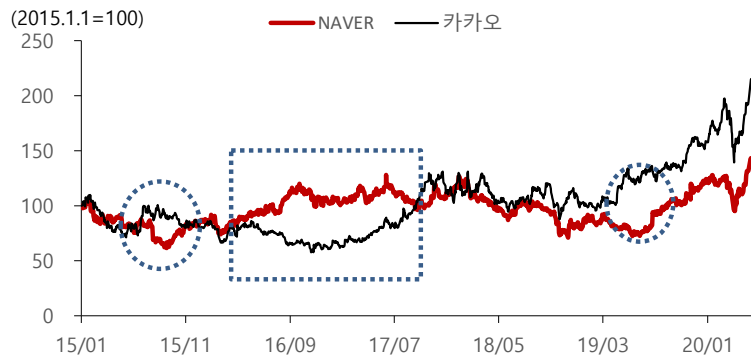
자료: 카카오, SK 증권 리서치센터

언택트 경제의 뚜렷한 지표: 인터넷서비스, 옴니채널, 이커머스와 온라인 미디어 약진 (YTD)



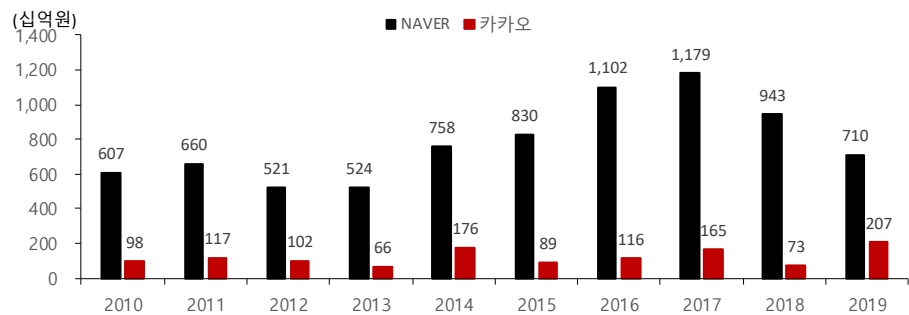
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

NAVER / 카카오 양 사의 2015 년 이후 주가 트렌드



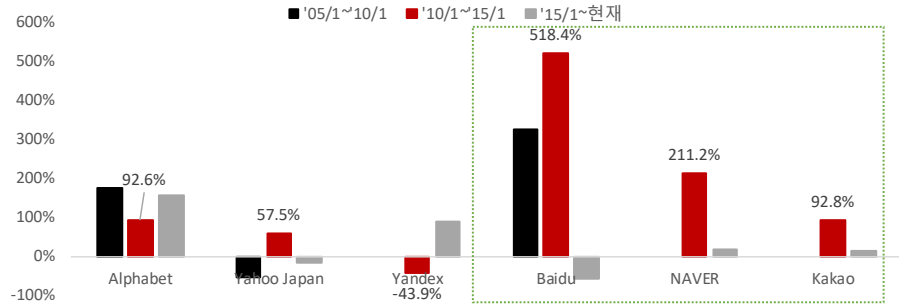
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

NAVER / 카카오 양 사의 지난 10 년 간 영업이익 트렌드



자료: NAVER, 카카오 SK 증권 리서치센터

글로벌 플랫폼 확장기(2010년대), 지역 커버리지를 잠식당한 일본 vs. 수성(방어)한 중국/한국



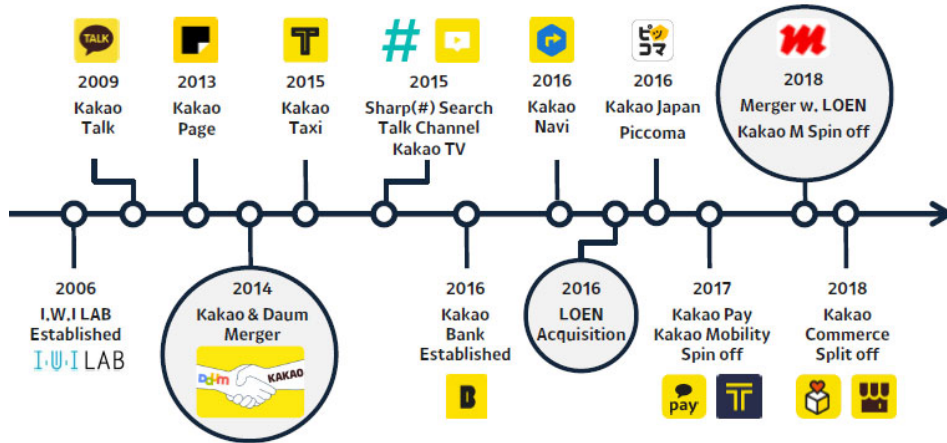
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터
 주: 기간별 주가수익률 기준

카카오 지배구조도

모회사	지분율(%)	주요 자회사	모회사	지분율(%)	주요 자회사
카카오	96.8	카카오M	카카오M	100.0	레디엔터테인먼트
	60.4	카카오게임즈		67.5	문화인
	96.3	카카오메이커스		100.0	비에이치엔터테인먼트
	69.3	카카오모빌리티		99.4	슌엔터테인먼트
	93.9	카카오브레인		64.8	스타쉽엔터테인먼트
	100.0	카카오인베스트먼트		60.0	이엔티스토리엔터테인먼트
	63.6	카카오페이지		100.0	제이와이드컴퍼니
	100.0	카카오아이엑스		80.0	크라커엔터테인먼트
	100.0	카카오벤처스		100.0	플레이엠엔터테인먼트
	60.9	카카오페이		100.0	크리스피스튜디오
34.0	카카오뱅크	67.2	메가몬스터		
		81.0	사나이픽처스		
		41.0	월광		

자료: 카카오, DART, SK 증권

Kakao History



자료 : 카카오, SK 증권

카카오 AI Engine

시각엔진

얼굴검출	이미지 내 모든 사람의 얼굴 위치를 찾고, 3D 각도, 나이, 성별 예측하는 기술
상품검출	이미지에 포함된 상품들의 위치와 종류를 검출하는 기술
스마트 썸네일	이미지를 분석하여 서비스 니즈에 맞는 썸네일 자동 생성 기술
멀티태그 생성	이미지에서 각종 정보를 추출하여 태그를 생성하는 기술
꽃 검색	꽃 이미지를 분석하여 품종을 알려주는 기술
OCR	사진이나 이미지에 포함된 문자영역과 문자를 인식하는 기술

음악엔진

음악검색	음악 소리 듣고 해당 곡 정보를 알려주는 기술
방금그곡	TV, 라디오 방송에 나오는 음원을 실시간 인식하는 기술

음성엔진

음성인식	음성을 분석하여 text로 변환하는 기술
음성합성	Text를 분석하여 음성으로 변환하는 기술
핵심어 검출	음성에서 특정 키워드를 추출 인식하는 기술
화자 인식	입력된 음성을 DB와 비교해 화자를 식별하는 기술

번역엔진

대화엔진

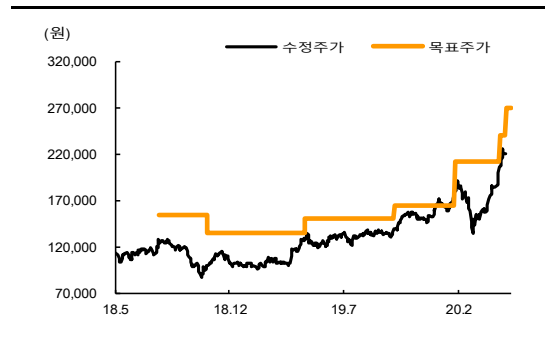
맞춤법 검사기	
형태소 분석기	
MRC	사용자 질의에 답을 찾아주는 검색기술
심슨	질문과 가장 유사한 의미의 정답을 찾아주는 기술

추천엔진

개인화 모델링	사용자 행동정보와 프로필, 통계정보를 바탕으로 취향,의도 예측하는 기술
콘텐츠 모델링	음악, 텍스트, 이미지, 동영상 기반 콘텐츠 분석 기술
맥락 모델링	적재적소 필요한 콘텐츠, 정보 제공 기술

자료 : 카카오, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.05.21	매수	270,000원	6개월		
2020.05.08	매수	240,000원	6개월	-9.79%	-6.25%
2020.04.06	매수	212,000원	6개월	-20.22%	-2.83%
2020.03.11	매수	212,000원	6개월	-21.67%	-10.14%
2020.02.14	매수	212,000원	6개월	-15.07%	-10.14%
2019.10.24	매수	165,000원	6개월	-5.37%	8.48%
2019.05.10	매수	150,000원	6개월	-13.04%	-6.67%
2019.02.15	매수	135,000원	6개월	-21.37%	-4.81%
2018.11.09	매수	135,000원	6개월	-22.69%	-14.07%
2018.08.10	매수	155,000원	6개월	-27.52%	-17.42%



Compliance Notice

- 작성자(조용선)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 (2020년 5월 21일 기준)

매수	84.33%	중립	15.67%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,830	3,523	4,368	5,196
현금및현금성자산	1,247	1,918	2,485	3,188	3,907
매출채권및기타채권	389	386	463	550	617
재고자산	36	49	59	71	79
비유동자산	5,101	5,908	5,977	6,070	6,127
장기금융자산	487	616	616	616	616
유형자산	315	350	243	177	136
무형자산	3,865	3,548	3,577	3,603	3,629
자산총계	7,960	8,737	9,500	10,439	11,323
유동부채	2,039	2,433	2,814	3,243	3,568
단기금융부채	623	535	535	535	535
매입채무 및 기타채무	461	576	691	821	920
단기충당부채	28	71	85	101	114
비유동부채	293	564	620	662	685
장기금융부채	45	245	245	245	245
장기매입채무 및 기타채무	0	33	65	65	65
장기충당부채	48	59	75	90	98
부채총계	2,332	2,997	3,433	3,905	4,254
지배주주지분	5,137	5,225	5,581	6,091	6,668
자본금	42	43	43	43	43
자본잉여금	4,648	5,043	5,043	5,043	5,043
기타자본구성요소	1	7	7	7	7
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	453	148	507	1,021	1,600
비지배주주지분	490	515	486	443	402
자본총계	5,627	5,740	6,066	6,534	7,070
부채외자본총계	7,960	8,737	9,500	10,439	11,323

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	534	538	586	733	740
당기순이익(손실)	131	-234	341	472	540
비현금성항목등	148	695	215	252	256
유형자산감각상각비	68	139	107	66	41
무형자산감각상각비	67	80	27	29	30
기타	52	501	-91	-29	-9
운전자본감소(증가)	397	189	217	211	176
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1	39	-77	-87	-66
재고자산감소(증가)	-9	-19	-10	-11	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	154	100	115	130	99
기타	253	68	189	180	152
법인세납부	-141	-111	-188	-202	-231
투자활동현금흐름	-1,288	-411	-28	-18	-8
금융자산감소(증가)	-909	254	0	0	0
유형자산감소(증가)	-85	-99	0	0	0
무형자산감소(증가)	-45	-55	-55	-55	-55
기타	-249	-511	27	37	47
재무활동현금흐름	663	398	9	-13	-13
단기금융부채증가(감소)	-143	196	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	3	-108	0	0	0
자본의증가(감소)	1,055	331	0	0	0
배당금의 지급	-13	-10	-10	0	0
기타	-239	-11	20	-13	-13
현금의 증가(감소)	130	671	567	703	719
기초현금	1,117	1,247	1,918	2,485	3,188
기말현금	1,247	1,918	2,485	3,188	3,907
FCF	192	637	568	691	699

자료 : 카카오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,417	3,070	3,781	4,493	5,033
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,417	3,070	3,781	4,493	5,033
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,344	2,863	3,359	3,864	4,308
영업이익	73	207	423	629	725
영업이익률 (%)	3.0	6.7	11.2	14.0	14.4
비영업손익	58	-441	91	45	46
순금융비용	-32	-19	-17	-25	-34
외환관련손익	22	13	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	21	1	-20	-12	0
세전계속사업이익	131	-234	513	674	771
세전계속사업이익률 (%)	5.4	-7.6	13.6	15.0	15.3
계속사업법인세	115	108	172	202	231
계속사업이익	16	-342	341	472	540
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	-342	341	472	540
순이익률 (%)	0.7	-11.1	9.0	10.5	10.7
지배주주	48	-301	369	514	580
지배주주귀속 순이익률(%)	1.98	-9.8	9.76	11.44	11.52
비지배주주	-32	-41	-28	-42	-40
총포괄이익	24	-346	337	468	536
지배주주	59	-304	366	511	577
비지배주주	-35	-42	-29	-43	-41
EBITDA	208	426	556	724	796

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	22.6	27.0	23.2	18.8	12.0
영업이익	-55.9	183.5	104.4	48.9	15.2
세전계속사업이익	-14.8	적전	흑전	31.3	14.5
EBITDA	-29.6	104.6	30.7	30.2	9.9
EPS(계속사업)	-61.7	적전	흑전	39.2	12.9
수익성 (%)					
ROE	1.0	-5.8	6.8	8.8	9.1
ROA	0.2	-4.1	3.7	4.7	5.0
EBITDA마진	8.6	13.9	14.7	16.1	15.8
안정성 (%)					
유동비율	140.2	116.3	125.2	134.7	145.6
부채비율	41.5	52.2	56.6	59.8	60.2
순차입금/자기자본	-27.2	-24.7	-32.7	-41.1	-48.2
EBITDA/이자비용(배)	22.2	33.2	44.3	57.7	63.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	613	-3,578	4,241	5,904	6,665
BPS	61,602	60,603	64,095	69,958	76,581
CFPS	2,342	-977	5,776	6,992	7,476
주당 현금배당금	127	127	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	260.1	N/A	53.1	38.1	33.8
PER(최저)	142.9	N/A	31.6	22.7	20.1
PBR(최고)	2.6	2.6	3.5	3.2	2.9
PBR(최저)	1.4	1.6	2.1	1.9	1.8
PCR	44.0	-157.1	38.1	31.5	29.4
EV/EBITDA(최고)	47.6	29.9	32.7	24.1	21.0
EV/EBITDA(최저)	30.2	16.7	18.4	13.1	10.9