

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sks.co.kr

02-3773-8812

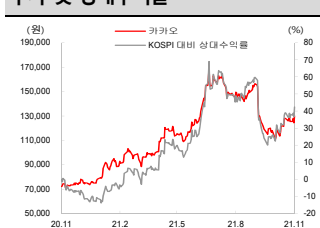
Company Data

자본금	445 억원
발행주식수	44,393 만주
자사주	1,232 만주
액면가	100 원
시가총액	578,970 억원
주요주주	
김범수(외65)	24.27%
국민연금공단	8.41%
외국인지분률	30.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/11/04)	130,000 원
KOSPI	2983.22 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	169,500 원
52주 최저가	71,355 원
60일 평균 거래대금	5,161 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.6%	12.9%
6개월	12.6%	18.7%
12개월	80.2%	42.4%

카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 165,000 원(하향))

더 높아진 성장성

카카오 3Q21 매출액 성장률은 58.2%(yoy)로 1Q, 2Q를 넘어선 고성장이 이어졌음. 게임부분이 4분기 다소 감소하겠으나 광고 호조 및 해외콘텐츠 수요 증가로 4분기에도 높은 매출성장세가 이어질 전망. 매출 증가에 따른 변동비 증가와 주요 자회사의 해외진출에 따른 비용증가로 수익성은 다소 감소, 하지만 높은 성장세가 유지되고 카카오페이가 성공적으로 상장됨에 따라 보유 자회사 가치에 대한 재평가 통한 주가 상승가능성 높음

3Q21: 높은 매출성장, 아쉬운 수익성

카카오 3Q21 실적은 매출액 1조 7,408 억원(58.2% yoy), 영업이익 1,682 억원(39.9% yoy, OPM: 9.7%)이다. 카카오게임즈의 오딘: 발할라 라이징의 흥행과 일본 픽코마 거래액이 52% 증가하며 콘텐츠 부문 매출액이 전년동기 대비 84.3% 증가했으며, 광고주 유입이 지속되며 특비즈가 호조를 보인 플랫폼 부문도 전년동기 대비 34.6% 증가하며 카카오 높은 성장세를 견인하였다. 다만 게임과 스토리 부문 매출 증가에 따른 변동비 증가와 카카오엔터 및 픽코마의 글로벌 진출에 따른 비용증가로 영업이익률은 전년동기 1.2%p 하락하였다.

높은 타라인 성장과 성공적인 카카오페이 상장

3Q21 카카오의 전년동기 대비 매출성장률은 58.2%로 1Q와 2Q 성장률 44.9%, 41.9%를 넘어섰다. 게임부분이 4Q 다소 주춤하겠으나 광고부문 성수기와 콘텐츠 부문 해외성장으로 높은 성장세(45.3% 증가 전망)가 유지될 전망이다. 또한 카카오 자회사인 카카오페이는 전일 시가총액 기준 22조원으로 IPO에 성공함에 따라 카카오재팬, 엔터, 모빌리티 등 주요 자회사의 가치에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 165,000 원(하향)

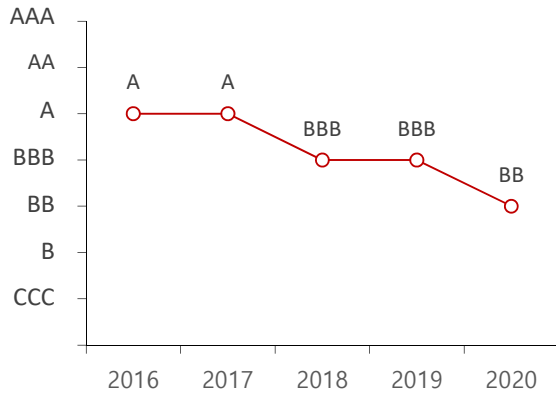
카카오에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 3Q21 수익성은 다소 부진했지만 높은 성장세가 유지되어 플랫폼 확장에 대한 기대가 유효하기 때문이다. 목표주가는 수익성 하향에 따른 자체사업 가치 조정과 카카오페이 상장에 따른 할인을 반영하여 기존 175,000원에서 165,000원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	24,170	30,701	41,568	61,461	78,763	94,813
yoy	%	22.6	27.0	35.4	47.9	28.2	20.4
영업이익	억원	729	2,068	4,559	6,637	8,409	10,861
yoy	%	-55.9	183.5	120.5	45.6	26.7	29.2
EBITDA	억원	2,080	4,256	7,223	9,791	12,231	13,970
세전이익	억원	1,307	-2,343	4,143	18,845	12,113	14,657
순이익(지배주주)	억원	479	-3,010	1,556	14,179	8,068	9,827
영업이익률%	%	3.0	6.7	11.0	10.8	10.7	11.5
EBITDA%	%	8.6	13.9	17.4	15.9	15.5	14.7
순이익률	%	0.7	-11.1	4.2	24.7	11.5	11.4
EPS(계속사업)	원	123	-716	353	3,190	1,815	2,211
PER	배	168.6	N/A	221.5	40.8	71.6	58.8
PBR	배	1.7	2.5	5.5	6.6	5.9	5.2
EV/EBITDA	배	36.3	29.1	45.1	55.8	43.6	37.1
ROE	%	1.0	-5.8	2.7	18.9	8.7	9.4
순차입금	억원	-15,329	-14,189	-30,997	-51,480	-67,785	-84,930
부채비율	%	41.5	52.2	60.9	66.7	69.6	71.1

ESG 하이라이트

카카오의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
카카오 종합 등급	BBB	B	28.1
환경(Environment)	125	D	11.6
사회(Social)	46.6	B-	31.6
지배구조(Governance)	54.9	A-	62.5
<비교업체 종합 등급>			
NAVER	A	B+	27.7
카카오페이	NA	NA	NA
엔씨소프트	BBB	C	16.1
넷마블	BBB	D+	17.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 카카오 ESG 평가

올해 초 ESG 위원회 설치하며 ESG 리스크를 관리 감독할 수 있는 체제를 마련하였으며, 업계최초를 환경경영시스템 국제표준 'ISO 14001'을 취득하는 등 본격적인 ESG 경영 기반 마련

자료: SK 증권

카카오의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

카카오의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.27	지배구조 (Governance)	카카오-농협 의결권 위법 조사... 계열사 간 빚보증 12 배 ↑
2021.10.26	사회 (Social)	공정위 카카오택시 불공정배차 현장조사 속도... 콜 물아주기 의혹 밝혀질까
2021.10.21	사회 (Social)	과방위 플랫폼 국감...네이버.카카오에 "상생 아니라 살생" 질타
2021.10.13	사회 (Social)	서울시, 카카오택시 승객 골라태우기 첫 실태조사
2021.10.5	지배구조 (Governance)	공정위원장 "카카오 금산분리 위반 혐의, 신속 조사"
2021.9.28	사회 (Social)	카카오, 대리운전업체 인수해 점유율 확장... 택시.대리운전 단체 "골목상권 침탈 중단하라"

자료: 주요 언론사, SK 증권

카카오 목표주가 산정

(단위: 십억원 배 주, 원)

구분	내용	비고
1) 사업가치	38,596	
카카오톡	32,578	예상 순이익 x 50배
포털	1,987	예상 순이익 X 20배
멜론	4,031	예상 순이익 X 30배
2)주요 상장사 가치	15,219	
카카오게임즈	2,157	시가기준. 지분율 45.2%. 30% 할인
SK텔레콤	250	시가기준. 지분율 1.6%. 30% 할인
카카오뱅크	5,440	시가기준. 지분율 27.3%. 30% 할인
카카오페이	7,372	시가기준. 지분율 47.8%. 30% 할인
3) 유상증자로 인정받은 기업가치	7,528	
카카오모빌리티	2,124	유상증자 당시 기업가치 기준
카카오커머스	4,342	유상증자 당시 기업가치 기준
카카오엔터프라이즈	989	유상증자 당시 기업가치 기준
두나무	71	유상증자 당시 기업가치 기준
4) 주요 비상장 자회사 적정가치	10,168	
카카오재팬	5,395	예상 거래금액 대비 7배 적용
카카오엔터테인먼트	4,773	카카오엠 1.6조. 카카오페이지 5.3조원(7배)
5) 기타 비상장자회사 장부가치	708	2Q21 기준
6) 카카오 순차입금	- 209	2Q21 별도기준
카카오 적정가치	72,428	
발행주식 수	443,857,175	
카카오 적정주가	163,179	
카카오 목표주가	165,000	

자료: SK 증권

카카오 분기별 실적전망

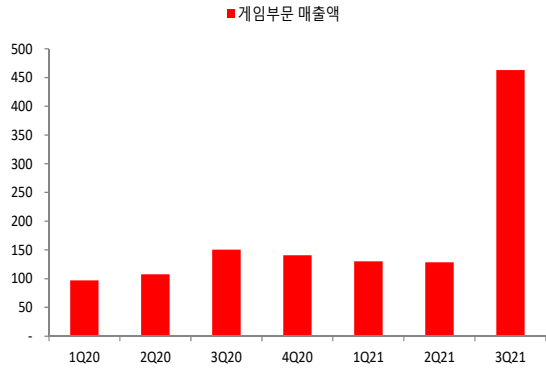
(단위: 십억원)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21P	4Q21F	2020A	2021F	2022F
매출액	868.4	952.9	1,100.4	1,235.1	1,258.0	1,352.2	1,740.8	1,795.2	4,156.8	6,146.1	7,876.3
플랫폼부문	472.1	516.6	578.5	680.7	695.5	761.8	778.7	867.9	2,247.9	3,103.9	4,090.5
특비즈	233.9	257.2	292.5	365.4	373.6	390.5	404.9	460.0	1,149.0	1,628.9	2,073.7
포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	117.5	125.1	119.2	124.9	478.0	486.7	499.6
플랫폼 기타	121.6	141.9	164.9	192.6	204.5	246.2	254.7	283.0	621.0	988.3	1,517.2
콘텐츠부문	396.3	436.3	521.9	554.4	562.4	590.4	962.1	927.3	1,908.9	3,042.2	3,785.8
뮤직	169.2	168.7	182.0	185.5	184.6	188.1	197.1	202.9	705.3	772.7	835.2
스토리	97.0	119.0	148.4	163.6	174.7	186.4	218.7	230.8	528.0	810.6	1,113.0
게임	96.8	107.5	150.4	140.8	130.3	128.6	463.1	410.3	495.5	1,132.2	1,476.9
미디어	33.3	41.2	41.1	64.6	72.9	87.4	83.1	83.2	180.1	326.7	360.7
영업비용	780.2	855.1	980.2	1,085.5	1,100.4	1,189.6	1,572.6	1,619.8	3,701.0	5,482.4	7,035.4
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.7	157.5	162.6	168.2	175.4	455.9	663.7	840.9
영업이익률	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.5%	12.0%	9.7%	9.8%	11.0%	10.8%	10.7%

자료: 카카오, SK 증권

카카오 게임부문 매출액

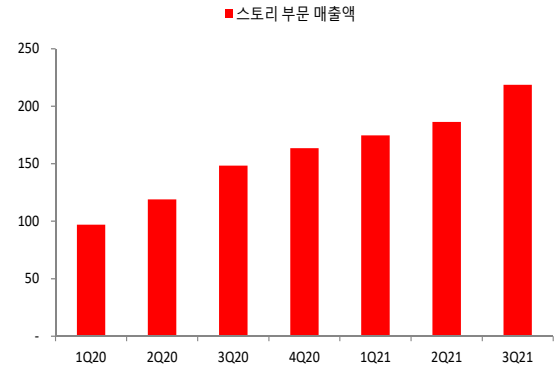
(단위: 십억원)



자료: 카카오

카카오 스토리부문 매출액

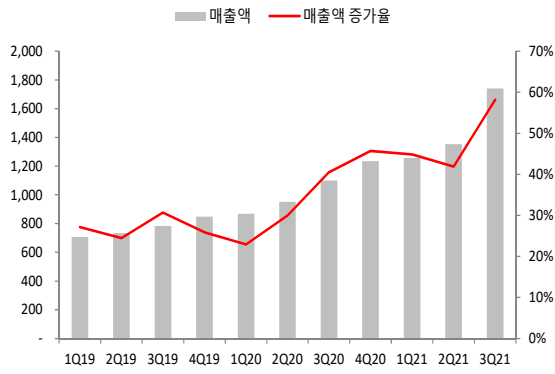
(단위: 십억원)



자료: 카카오

카카오 매출액 및 증가율(yoy)

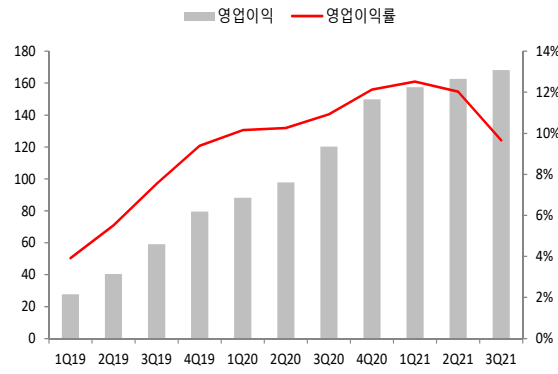
(단위: 십억원)



자료: 카카오

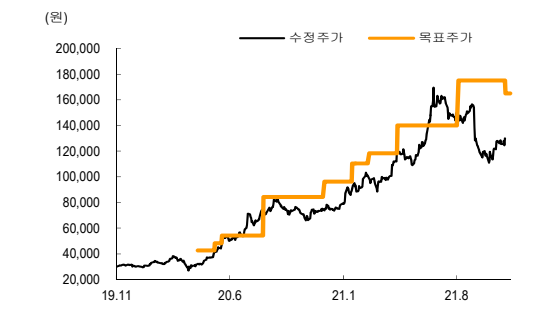
카카오 영업이익 및 영업이익률

(단위: 십억원)



자료: 카카오

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.05	매수	165,000원	6개월		
2021.09.02	매수	175,000원	6개월	-24.33%	-10.57%
2021.08.09	매수	175,000원	6개월	-15.34%	-11.43%
2021.05.07	매수	140,000원	6개월	-2.34%	21.07%
2021.04.16	매수	140,000원	6개월	-16.07%	-13.21%
2021.02.22	매수	118,423원	6개월	-15.19%	1.75%
2021.02.10	매수	110,394원	6개월	-14.44%	-6.55%
2021.01.21	매수	110,394원	6개월	-16.99%	-13.91%
2020.11.30	매수	96,344원	6개월	-17.55%	-4.69%
2020.08.07	매수	84,301원	6개월	-12.36%	-1.91%
2020.05.21	매수	54,194원	6개월	9.34%	37.22%
2020.05.08	매수	48,172원	6개월	-9.10%	-3.54%
2020.04.06	매수	42,552원	6개월	-20.22%	-2.83%



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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 11월 5일 기준)

매수	90.15%	중립	9.85%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	28,297	49,212	80,633	99,382	118,975
현금및현금성자산	19,182	29,141	41,224	57,529	74,674
매출채권및기타채권	3,857	4,893	7,111	8,638	10,169
재고자산	495	458	666	809	952
비유동자산	59,076	70,328	93,797	101,425	109,770
장기금융자산	6,161	10,419	14,513	14,513	14,513
유형자산	3,498	4,365	3,677	2,136	1,241
무형자산	35,484	33,876	34,982	33,936	32,957
자산총계	87,373	119,540	174,430	200,806	228,745
유동부채	24,333	33,595	48,894	58,355	67,835
단기금융부채	5,350	3,289	4,849	4,849	4,849
매입채무 및 기타채무	5,756	8,324	12,098	14,697	17,301
단기충당부채	711	980	1,424	1,729	2,035
비유동부채	5,638	11,668	20,905	24,053	27,202
장기금융부채	2,446	7,040	12,926	12,926	12,926
장기매입채무 및 기타채무	328	407	774	1,141	1,508
장기충당부채	592	870	1,176	1,386	1,597
부채총계	29,971	45,262	69,799	82,408	95,037
지배주주지분	52,254	62,989	87,442	98,517	111,135
자본금	432	443	445	445	445
자본잉여금	50,432	58,331	65,253	65,253	65,253
기타자본구성요소	72	186	443	443	443
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	1,482	3,163	17,363	25,215	34,609
비지배주주지분	5,148	11,288	17,189	19,881	22,574
자본총계	57,401	74,277	104,631	118,399	133,709
부채외자본총계	87,373	119,540	174,430	200,806	228,745

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	5,384	9,734	15,761	17,098	18,063
당기순이익(손실)	-2,343	4,143	16,309	9,073	10,831
비현금성항목등	6,946	4,274	-5,598	3,159	3,138
유형자산감가상각비	1,391	1,757	2,123	1,541	895
무형자산상각비	797	907	1,031	2,282	2,214
기타	5,013	4,681	-6,813	-330	-330
운전자본감소(증가)	1,887	2,093	7,860	5,661	5,672
매출채권및기타채권의 감소(증가)	392	-603	-1,202	-1,527	-1,530
재고자산감소(증가)	-192	-44	-226	-143	-143
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,005	1,035	3,115	2,599	2,604
기타	682	1,704	6,173	4,732	4,742
법인세납부	-1,106	-775	-2,810	-794	-1,579
투자활동현금흐름	-4,112	-12,461	-17,619	-568	-476
금융자산감소(증가)	2,539	-7,096	-14,653	0	0
유형자산감소(증가)	-993	-1,688	-919	0	0
무형자산감소(증가)	-553	-806	-1,235	-1,235	-1,235
기타	-5,105	-2,871	-812	667	759
재무활동현금흐름	3,983	4,629	13,869	-225	-442
단기금융부채증가(감소)	945	1,028	366	0	0
장기금융부채증가(감소)	-61	3,156	4,600	0	0
자본의증가(감소)	3,310	793	453	0	0
배당금의 지급	-103	-133	-129	-217	-433
기타	-109	-215	8,579	-9	-9
현금의 증가(감소)	6,712	9,761	12,166	16,305	17,145
기초현금	12,470	19,182	28,943	41,110	57,414
기말현금	19,182	28,943	41,110	57,414	74,559
FCF	6,373	9,445	14,254	14,443	15,468

자료 : 카가오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	30,701	41,568	61,461	78,763	94,813
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	30,701	41,568	61,461	78,763	94,813
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	28,633	37,010	54,824	70,354	83,952
영업이익	2,068	4,559	6,637	8,409	10,861
영업이익률 (%)	6.7	11.0	10.8	10.7	11.5
비영업손익	-4,410	-416	12,208	3,704	3,796
순금융비용	-189	-45	57	-39	-131
외환관련손익	132	66	92	92	92
관계기업투자등 관련손익	12	2,933	3,243	3,243	3,243
세전계속사업이익	-2,343	4,143	18,845	12,113	14,657
세전계속사업이익률 (%)	-7.6	10.0	30.7	15.4	15.5
계속사업법인세	1,077	2,409	3,662	3,040	3,825
계속사업이익	-3,419	1,734	15,183	9,073	10,831
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,419	1,734	15,183	9,073	10,831
순이익률 (%)	-11.1	4.2	24.7	11.5	11.4
지배주주	-3,010	1,556	14,179	8,068	9,827
지배주주귀속 순이익률(%)	-9.8	3.74	23.07	10.24	10.36
비지배주주	-409	177	1,004	1,004	1,004
총포괄이익	-3,461	3,336	20,095	13,984	15,743
지배주주	-3,043	2,816	17,402	11,292	13,050
비지배주주	-418	520	2,693	2,693	2,693
EBITDA	4,256	7,223	9,791	12,231	13,970

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	27.0	35.4	47.9	28.2	20.4
영업이익	183.5	120.5	45.6	26.7	29.2
세전계속사업이익	적전	흑전	354.9	-35.7	21.0
EBITDA	104.6	69.7	35.6	24.9	14.2
EPS(계속사업)	적전	흑전	804.0	-43.1	21.8
수익성 (%)					
ROE	-5.8	2.7	18.9	8.7	9.4
ROA	-4.1	1.7	10.3	4.8	5.0
EBITDA마진	13.9	17.4	15.9	15.5	14.7
안정성 (%)					
유동비율	116.3	146.5	164.9	170.3	175.4
부채비율	52.2	60.9	66.7	69.6	71.1
순차입금/자기자본	-24.7	-41.7	-49.2	-57.3	-63.5
EBITDA/이자비용(배)	33.2	38.1	26.0	32.5	37.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-716	353	3,190	1,815	2,211
BPS	12,121	14,235	19,634	22,121	24,954
CFPS	-195	957	3,900	2,676	2,911
주당 현금배당금	25	30	50	100	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	234.3	53.1	93.4	76.7
PER(최저)	N/A	76.2	24.7	43.5	35.7
PBR(최고)	2.6	5.8	8.6	7.7	6.8
PBR(최저)	1.6	1.9	4.0	3.6	3.2
PCR	-157.7	81.7	33.3	48.6	44.7
EV/EBITDA(최고)	29.9	47.6	73.5	57.7	49.6
EV/EBITDA(최저)	16.7	13.5	32.1	24.6	20.6