

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sks.co.kr

02-3773-8812

## Company Data

자본금	446 억원
발행주식수	44,393 만주
자사주	1,232 만주
액면가	100 원
시가총액	410,234 억원
주요주주	
김범수(외65)	24.27%
국민연금공단	8.41%
외국인지분률	29.10%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/01/19)	90,400 원
KOSPI	2842.28 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	169,500 원
52주 최저가	88,315 원
60일 평균 거래대금	2,587 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-21.7%	-17.5%
6개월	-41.4%	-33.0%
12개월	7.2%	12.8%

## 카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(하향))

### 약재가 반영된 대표 성장주

카카오 4Q21 실적은 인센티브 지급, 마케팅 확대 등의 요인으로 시장기대치에는 소폭하회하는 영업이익을 예상. 하지만 2021년에 이어 2022년에도 특비즈, 페이, 콘텐츠 부문의 고성장세가 이어지며 업종 내 대표 성장주로 부각될 전망. 주가는 고점 대비 45% 이상 하락하며 플랫폼 규제 이슈 등의 약재를 충분히 반영한 수준이라 판단해 투자의견 매수 유지하나, 상장 자회사 주가 하락 고려해 목표주가는 13만원으로 하향함

### 4Q21 Preview: 낮아진 컨센서스를 소폭 하회할 전망

카카오 4Q21 실적은 매출액 1조 7,247 억원(39.6% yoy), 영업이익 1,495 억원(-0.1% yoy, OPM: 8.7%)으로 예상된다. 영업이익 기준으로 낮아진 기대치(1,768 억원)를 소폭 하회할 전망이다. 게임부문에서 오던 매출이 하향 안정화 되었고, 인센티브 지급에 따른 인건비 증가, 마케팅 확대 등이 주요 원인이다.

### 성장기조에는 변화가 없다

비즈보드, 채널, 알리즘의 선순환 비즈니스 모델을 구축한 특비즈 매출이 30.4% 증가하고, 간편결제 시장 성장과 자회사 비즈니스 확장이 예상되는 카카오페이도 40.1% 매출 성장이 예상되는 등 카카오는 2022년에도 탑라인 성장이 계속될 것이다. 플랫폼규제에 대한 불확실성이 남아 있지만 성장을 저해할 만한 가능성은 낮다고 판단된다. 또한 2022년에도 성장을 위한 투자가 지속되겠으나 업종 내에서도 높은 성장성은 충분히 성장주로 매력적인 부분이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원(하향)

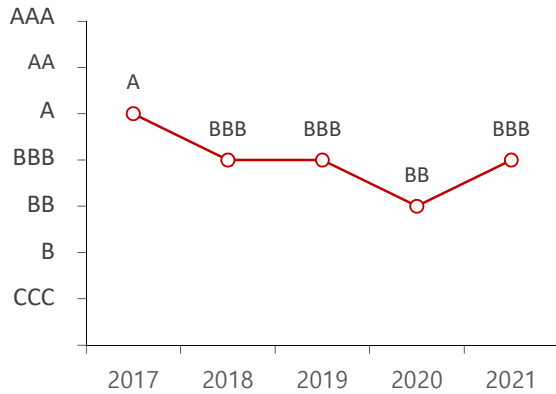
카카오에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 카카오 주가는 지난해 고점 대비 45% 이상 하락하며 플랫폼 규제 이슈 등 그 간의 약재를 충분히 반영하였다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 기존 165,000 원에서 130,000 으로 하향한다. 주요 자회사 주가 하락에 따른 지분가치 하락과 비용 증가에 따라 수익추정치를 소폭 하향하였기 때문이다. 다만 자회사의 추가적인 IPO로 NAV 증가, 플랫폼과 콘텐츠 부문의 고른 성장세 등을 고려한다면 2022년 주가는 반등할 것으로 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	24,170	30,701	41,568	60,756	77,623	93,663
yoy	%	22.6	27.0	35.4	46.2	27.8	20.7
영업이익	억원	729	2,068	4,559	6,378	8,159	10,580
yoy	%	-55.9	183.5	120.5	39.9	27.9	29.7
EBITDA	억원	2,080	4,256	7,223	9,871	13,094	14,577
세전이익	억원	1,307	-2,343	4,143	18,430	12,520	15,035
순이익(지배주주)	억원	479	-3,010	1,556	13,903	8,374	10,107
영업이익률%	%	3.0	6.7	11.0	10.5	10.5	11.3
EBITDA%	%	8.6	13.9	17.4	16.3	16.9	15.6
순이익률	%	0.7	-11.1	4.2	24.5	12.1	11.9
EPS(계속사업)	원	123	-716	353	3,128	1,878	2,267
PER	배	168.6	N/A	221.5	36.0	48.1	39.9
PBR	배	1.7	2.5	5.5	5.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	배	36.3	29.1	45.1	48.4	28.3	24.3
ROE	%	1.0	-5.8	2.7	18.3	8.8	9.3
순차입금	억원	-15,329	-14,189	-30,997	-45,804	-64,566	-83,062
부채비율	%	41.5	52.2	60.9	70.3	73.7	74.5

## ESG 하이라이트

### 카카오의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>카카오 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	<b>B</b>	<b>28.1</b>
환경(Environment)	125	D	11.6
사회(Social)	46.6	B-	31.6
지배구조(Governance)	54.9	A-	62.5
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
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, 업계최초로 환경경영시스템 국제표준 'ISO 14001'를 취득하는 등 본격적인 ESG 경영 기반 마련

최근 경영진 스톡옵션 관련 이슈 발생하였으나, 내부통제기준 마련하는 등 점진적인 개선 기대

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
2022.01.12	지배구조 (Governance)	반복되는 카카오 계열사 약재...여민수 대표 컨트롤타워 직접 이끈다
2022.01.11	지배구조 (Governance)	카카오 류영준 대표 내정자, 먹튀 논란에 자진 사퇴
2021.12.13	사회 (Social)	네이버·카카오·쿠브애플방역패스 장애.. "질병청 시스템 문제 추정"
2021.12.06	사회 (Social)	"카카오 T 콜 몰아주기, 불공정...근거리 자동배차 돼야"
2021.11.08	사회 (Social)	독점 논란 카카오, 추가 상생안 제출
2021.10.27	사회 (Social)	공정위, 카카오·농협 금산분리 위반혐의 조사

자료: 주요 언론사, SK 증권

카카오 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,258.0	1,352.2	1,740.8	1,724.7	1,725.2	1,871.7	1,989.7	2,175.7	4,156.8	6,075.6	7,762.3	9,366.3
플랫폼부문	695.5	761.8	778.7	886.9	904.1	989.6	1,042.0	1,181.1	2,247.9	3,122.9	4,116.8	5,231.9
톡비즈	373.6	390.5	404.9	476.4	479.3	506.8	512.2	596.0	1,149.0	1,645.3	2,094.3	2,612.8
포털비즈	117.5	125.1	119.2	121.9	118.5	128.8	122.6	126.5	478.0	483.6	496.4	504.4
플랫폼 기타	204.5	246.2	254.7	288.6	306.3	354.0	407.2	458.5	621.0	993.9	1,526.1	2,114.8
콘텐츠부문	562.4	590.4	962.1	837.8	821.1	882.2	947.6	994.6	1,908.9	2,952.7	3,645.5	4,134.4
뮤직	184.6	188.1	197.1	202.9	203.6	204.4	212.3	214.9	705.3	772.7	835.2	897.5
스토리	174.7	186.4	218.7	230.8	251.3	261.3	288.3	312.1	528.0	810.6	1,113.0	1,456.6
게임	130.3	128.6	463.1	320.8	283.1	326.0	357.0	370.5	495.5	1,042.8	1,336.6	1,393.8
미디어	72.9	87.4	83.1	83.2	83.0	90.4	90.0	97.2	180.1	326.7	360.7	386.4
영업비용	1,100.4	1,189.6	1,572.6	1,575.2	1,575.4	1,672.3	1,773.0	1,925.8	3,701.0	5,437.8	6,946.4	8,308.4
영업이익	157.5	162.6	168.2	149.5	149.9	199.4	216.7	249.9	455.9	637.8	815.9	1,058.0
영업이익률	12.5%	12.0%	9.7%	8.7%	8.7%	10.7%	10.9%	11.5%	11.0%	10.5%	10.5%	11.3%

자료: 카카오, SK 증권

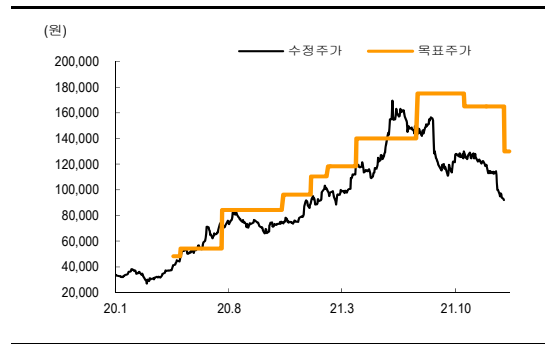
카카오 목표주가 산정

(단위: 십억원, 주, 원)

구분	내용	비고
1) 사업가치	29,108	
카카오톡	24,433	예상 순이익 x 50배
포털	1,987	예상 순이익 X 20배
2) 주요 상장사 가치	11,767	
카카오게임즈	1,690	시가기준, 지분율 45.2%, 30% 할인
SK텔레콤	237	시가기준, 지분율 1.6%, 30% 할인
카카오뱅크	3,927	시가기준, 지분율 27.3%, 30% 할인
카카오페이	5,913	시가기준, 지분율 47.8%, 30% 할인
3) 유상증자로 인정받은 기업가치	4,806	
카카오모빌리티	711	유상증자 당시 기업가치 기준
카카오엔터프라이즈	2,597	유상증자 당시 기업가치 기준
두나무	1,498	유상증자 당시 기업가치 기준
4) 주요 비상장 자회사 적정가치	10,168	
카카오재팬	5,395	예상 거래금액 대비 7배 적용
카카오엔터테인먼트	7,460	카카오엠 1.6조 카카오페이지 5.3조, 멜론 2.7조
5) 기타 비상장자회사 장부가치	708	
6) 카카오 순차입금	-511	별도기준
카카오 적정가치	57,067	
발행주식 수	443,857,175	
카카오 적정주가	128,571	
카카오 목표주가	130,000	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.01.20	매수	130,000원	6개월		
2021.11.05	매수	165,000원	6개월	-29.45%	-21.82%
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%



**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 기관투자자 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 (2022년 1월 20일 기준)**

매수	91.41%	중립	8.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	28,297	49,212	83,734	105,355	126,338
현금및현금성자산	19,182	29,141	43,662	62,424	80,921
매출채권및기타채권	3,857	4,893	6,832	8,618	10,172
재고자산	495	458	640	807	953
<b>비유동자산</b>	59,076	70,328	104,856	113,392	122,575
장기금융자산	6,161	10,419	15,710	15,710	15,710
유형자산	3,498	4,365	4,407	2,531	1,454
무형자산	35,484	33,876	44,988	42,933	41,018
<b>자산총계</b>	87,373	119,540	188,589	218,746	248,913
<b>유동부채</b>	24,333	33,595	55,366	66,432	76,059
단기금융부채	5,350	3,289	13,051	13,051	13,051
매입채무 및 기타채무	5,756	8,324	11,623	14,663	17,307
단기충당부채	711	980	1,368	1,725	2,036
<b>비유동부채</b>	5,638	11,668	22,510	26,398	30,219
장기금융부채	2,446	7,040	13,949	13,949	13,949
장기매입채무 및 기타채무	328	407	312	217	122
장기충당부채	592	870	1,137	1,383	1,597
<b>부채총계</b>	29,971	45,262	77,876	92,830	106,278
<b>지배주주지분</b>	52,254	62,989	89,228	101,406	115,100
자본금	432	443	446	446	446
자본잉여금	50,432	58,331	66,427	66,427	66,427
기타자본구성요소	72	186	532	532	532
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	1,482	3,163	17,084	25,241	34,914
비지배주주지분	5,148	11,288	21,485	24,510	27,534
<b>자본총계</b>	57,401	74,277	110,713	125,916	142,635
<b>부채외자본총계</b>	87,373	119,540	188,589	218,746	248,913

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	5,384	9,734	24,645	19,993	19,850
당기순이익(손실)	-2,343	4,143	18,088	9,378	11,111
비현금성항목등	6,946	4,274	-6,949	3,716	3,467
유형자산감가상각비	1,391	1,757	2,282	1,875	1,077
무형자산상각비	797	907	1,211	3,060	2,920
기타	5,013	4,681	3,045	483	483
운전자본감소(증가)	1,887	2,093	15,078	6,125	5,280
매출채권및기타채권의 감소(증가)	392	-603	-400	-1,787	-1,554
재고자산감소(증가)	-192	-44	-219	-167	-146
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,005	1,035	11,505	3,040	2,644
기타	682	1,704	4,191	5,039	4,335
법인세납부	-1,106	-775	-1,571	774	-7
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,112	-12,461	-36,299	-347	-254
금융자산감소(증가)	2,539	-7,096	-25,159	0	0
유형자산감소(증가)	-993	-1,688	-1,449	0	0
무형자산감소(증가)	-553	-806	-1,005	-1,005	-1,005
기타	-5,105	-2,871	-8,687	658	751
<b>재무활동현금흐름</b>	3,983	4,629	24,742	-883	-1,100
단기금융부채증가(감소)	945	1,028	7,896	0	0
장기금융부채증가(감소)	-61	3,156	4,314	0	0
자본의증가(감소)	3,310	793	775	0	0
배당금의 지급	-103	-133	-501	-217	-434
기타	-109	-215	12,257	-666	-666
<b>현금의 증가(감소)</b>	6,712	9,761	13,558	18,762	18,496
기초현금	12,470	19,182	28,943	42,501	61,264
기말현금	19,182	28,943	42,501	61,264	79,760
FCF	6,373	9,445	13,105	16,540	16,466

자료 : 카카오, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	30,701	41,568	60,756	77,623	93,663
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	30,701	41,568	60,756	77,623	93,663
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	28,633	37,010	54,378	69,464	83,084
<b>영업이익</b>	2,068	4,559	6,378	8,159	10,580
영업이익률 (%)	6.7	11.0	10.5	10.5	11.3
<b>비영업손익</b>	-4,410	-416	12,052	4,361	4,455
순금융비용	-189	-45	268	164	71
외환관련손익	132	66	92	92	92
관계기업투자등 관련손익	12	2,933	4,917	4,917	4,917
<b>세전계속사업이익</b>	-2,343	4,143	18,430	12,520	15,035
세전계속사업이익률 (%)	-7.6	10.0	30.3	16.1	16.1
<b>계속사업법인세</b>	1,077	2,409	3,524	3,143	3,924
<b>계속사업이익</b>	-3,419	1,734	14,907	9,378	11,111
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-3,419	1,734	14,907	9,378	11,111
순이익률 (%)	-11.1	4.2	24.5	12.1	11.9
지배주주	-3,010	1,556	13,903	8,374	10,107
지배주주귀속 순이익률(%)	-9.8	3.74	22.88	10.79	10.79
비지배주주	-409	177	1,004	1,004	1,004
총포괄이익	-3,461	3,336	20,949	15,420	17,153
지배주주	-3,043	2,816	17,924	12,395	14,128
비지배주주	-418	520	3,025	3,025	3,025
<b>EBITDA</b>	4,256	7,223	9,871	13,094	14,577

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	27.0	35.4	46.2	27.8	20.7
영업이익	183.5	120.5	39.9	27.9	29.7
세전계속사업이익	적전	흑전	344.9	-32.1	20.1
EBITDA	104.6	69.7	36.7	32.7	11.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	786.3	-40.0	20.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-5.8	2.7	18.3	8.8	9.3
ROA	-4.1	1.7	9.7	4.6	4.8
EBITDA마진	13.9	17.4	16.3	16.9	15.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	116.3	146.5	151.2	158.6	166.1
부채비율	52.2	60.9	70.3	73.7	74.5
순차입금/자기자본	-24.7	-41.7	-41.4	-51.3	-58.2
EBITDA/이자비용(배)	33.2	38.1	17.3	22.9	25.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-716	353	3,128	1,878	2,267
BPS	12,121	14,235	20,011	22,742	25,813
CFPS	-195	957	3,914	2,985	3,163
주당 현금배당금	25	30	50	100	200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	234.3	54.2	61.0	50.5
PER(최저)	N/A	76.2	25.2	49.0	40.6
PBR(최고)	2.6	5.8	8.5	5.0	4.4
PBR(최저)	1.6	1.9	3.9	4.1	3.6
PCR	-157.7	81.7	28.8	30.8	29.1
EV/EBITDA(최고)	29.9	47.6	73.8	35.9	31.2
EV/EBITDA(최저)	16.7	13.5	32.8	28.3	24.3