

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**최관순**

ks1.choi@sksecurities.co.kr  
02-3773-8812

## Company Data

자본금	446 억원
발행주식수	44,393 만주
자사주	1,232 만주
액면가	100 원
시가총액	389,276 억원
주요주주	
김범수(외65)	24.27%
국민연금공단	8.41%
외국인지분률	28.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/02/11)	91,700 원
KOSPI	2747.71 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	169,500 원
52주 최저가	82,600 원
60일 평균 거래대금	2,465 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.6%	-4.6%
6개월	-40.4%	-30.3%
12개월	-11.2%	-0.6%

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

### 성장성 확인과 본업 중심의 수익성 개선

카카오 4Q21 실적은 광고, 커머스, 콘텐츠 등 전 부문의 고른 성장으로 매출은 예상치를 상회했으나, 인원증가 및 일회성 인센티브 지급에 따른 인건비 증가로 인해 영업이익은 시장기대치를 하회. 연간 영업이익률은 전년 대비 1.3%p 하락했으나, 광고와 커머스 등 별도기준 영업이익은 개선세 유지. 올해에도 투자 확대 가능성 높으나 본업의 수익성 개선과 주요 자회사의 수익성 개선으로 수익성은 회복할 것으로 전망

### 4Q21: 인건비로 추정치 하회

카카오 4Q21 매출액은 1조 7,852 억원(44.5% yoy), 영업이익 1,085 억원(-27.5% yoy, OPM: 6.1%)이다. 광고주 확대와 커머스 거래액 증가, 모빌리티, 페이가 호조를 보인 플랫폼 부문 매출이 전년동기 대비 47.6% 증가했으며, 오딘 효과가 반영된 게임과 픽코 마의 성장이 돋보인 콘텐츠 부문이 40.7% 성장하며 매출액은 예상치를 소폭 상회하였다. 다만 연결인원 증가 및 카카오벤처스 펀드 청산에 따른 일회성 인센티브가 지급되며 인건비가 전년동기 대비 92.9% 증가해 영업이익은 예상치를 하회하였다.

### 2022년에 비용증가보다 수익성 개선 가능성 높음

2021년 카카오의 매출은 47.6% 성장하며 시장의 눈높이를 충족했다. 비록 2021년 성장을 위한 공격적 투자로 인해 영업이익률은 전년 대비 1.3%p 하락했지만 광고, 커머스 등 자체 사업의 별도기준 영업이익률은 18.5%로 전년 대비 1.9%p 상승하며 본업에서의 수익성은 개선되었다. 올해에도 블록체인, 콘텐츠 등 주요 자회사의 성장을 위한 투자는 필요하지만 자체사업, 페이, 모빌리티 부문 등의 수익성이 개선되며 2020년 수준의 영업이익률을 회복할 전망이고, 수익성 개선은 주가 반등을 견인할 것이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원(유지)

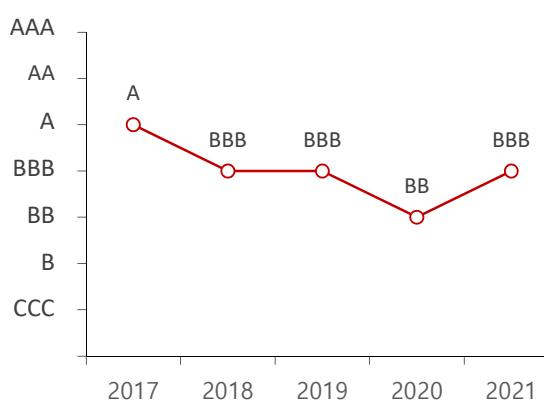
카카오에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 일회성 요인으로 영업이익은 예상치를 하회하였으나, 높은 성장세를 확인한 점은 긍정적이며, 올해 수익성 회복으로 주가도 반등 가능성이 높기 때문이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	24,170	30,701	41,568	61,361	79,585	102,310
yoY	%	22.6	27.0	35.4	47.6	29.7	28.6
영업이익	억원	729	2,068	4,559	5,969	8,766	12,379
yoY	%	-55.9	183.5	120.5	30.9	46.9	41.2
EBITDA	억원	2,080	4,256	7,223	9,462	13,701	16,377
세전이익	억원	1,307	-2,343	4,143	22,924	14,413	18,133
순이익(자체주주)	억원	479	-3,010	1,556	13,976	8,151	10,958
영업이익률%	%	3.0	6.7	11.0	9.7	11.0	12.1
EBITDA%	%	8.6	13.9	17.4	15.4	17.2	16.0
순이익률%	%	0.7	-11.1	4.2	26.8	13.3	13.1
EPS(계속사업)	원	123	-716	353	3,144	1,828	2,457
PER	배	168.6	N/A	221.5	35.8	50.2	37.3
PBR	배	1.7	2.5	5.5	5.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	배	36.3	29.1	45.1	50.9	25.9	20.6
ROE	%	1.0	-5.8	2.7	18.4	8.6	10.1
순차입금	억원	-15,329	-14,189	-30,997	-43,285	-62,201	-83,130
부채비율	%	41.5	52.2	60.9	70.8	73.7	74.9

## 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)	12.5	D	11.6
사회(Social)	46.6	B-	31.6
지배구조(Governmance)	54.9	A-	62.5
<비교업체 종합 등급>			
NAVER	A	B+	27.7
카카오페이지	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

### 카카오의 ESG 채권 발행 내역

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

자료: SK 증권

자료: KRX, SK 증권

### 카카오의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.01.12	지배구조 (Governmance)	반복되는 카카오 계열사 악재...여민수 대표 컨트롤타워 직접 아끈다
2022.01.11	지배구조 (Governmance)	카카오 류영준 대표 내정자, 먹튀 논란에 자진 사퇴
2021.12.13	사회 (Social)	네이버·카카오·쿠브앱방역패스 장애..."질병청 시스템 문제 추정"
2021.12.06	사회 (Social)	"카카오T 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)

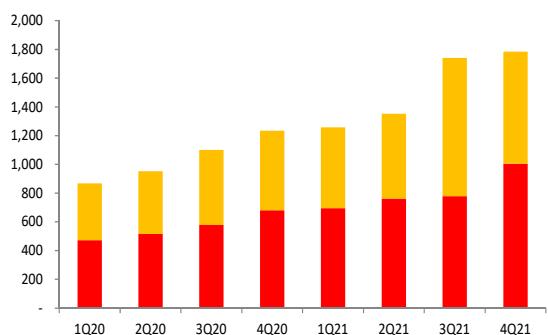
	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	1,258.0	1,352.2	1,740.8	1,785.2	1,756.4	1,912.1	2,036.4	2,253.6	4,156.8	6,136.1	7,958.5	10,231.0
플랫폼부문	695.5	761.8	778.7	1,004.8	940.1	1,009.8	1,046.9	1,237.8	2,247.9	3,240.8	4,234.6	5,361.2
특비즈	373.6	390.5	404.9	475.0	477.8	492.4	512.2	593.3	1,149.0	1,643.9	2,075.6	2,589.4
포털비즈	117.5	125.1	119.2	130.7	118.5	128.8	122.6	135.7	478.0	492.5	505.6	513.8
플랫폼 기타	204.5	246.2	254.7	399.1	343.8	388.7	412.0	508.8	621.0	1,104.4	1,653.3	2,258.1
콘텐츠부문	562.4	590.4	962.1	780.3	816.4	902.3	989.5	1,015.8	1,908.9	2,895.3	3,723.9	4,869.8
뮤직	184.6	188.1	197.1	202.7	203.6	204.4	212.3	214.7	705.3	772.5	835.0	897.4
스토리	174.7	186.4	218.7	211.3	251.3	261.3	288.3	285.7	528.0	791.1	1,086.6	1,423.0
게임	130.3	128.6	463.1	276.8	278.4	339.6	396.5	410.9	495.5	998.8	1,425.3	2,143.0
미디어	72.9	87.4	83.1	89.5	83.0	97.0	92.4	104.5	180.1	332.9	376.9	406.4
영업비용	1,100.4	1,189.6	1,572.6	1,676.6	1,601.9	1,681.8	1,810.1	1,988.1	3,701.0	5,539.2	7,081.8	8,993.0
영업이익	157.5	162.6	168.2	108.5	154.5	230.3	226.3	265.5	455.9	596.9	876.6	1,237.9
영업이익률	12.5%	12.0%	9.7%	6.1%	8.8%	12.0%	11.1%	11.8%	11.0%	9.7%	11.0%	12.1%

자료: 카카오, SK 증권

## 카카오 부문별 매출액 추이

(단위: 십억원)

■ 플랫폼부문 ■ 콘텐츠부문

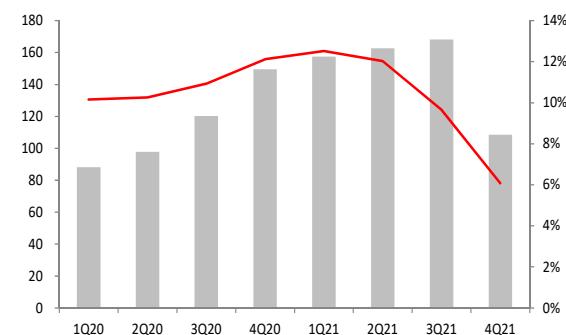


자료: 카카오

## 카카오 분기별 영업이익(연결기준)

(단위: 십억원)

■ 영업이익 ■ 영업이익률

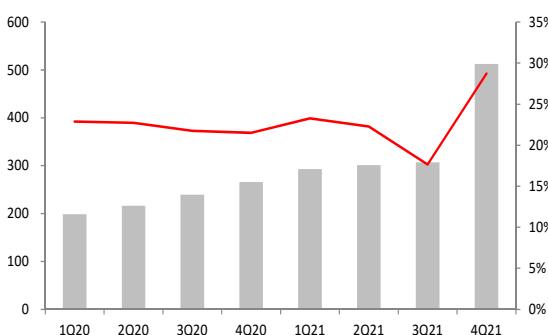


자료: 카카오

## 카카오 인건비 추이

(단위: 십억원)

■ 인건비 ■ 매출 대비 인건비 비중

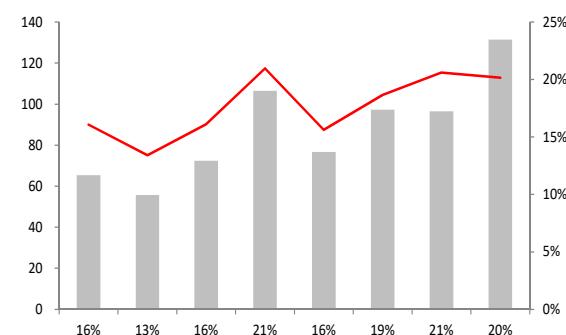


자료: 카카오

## 카카오 별도기준 영업이익 추이

(단위: 십억원)

■ 별도기준 영업이익 ■ 영업이익률



자료: 카카오



## 재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	28,297	49,212	81,598	103,483	127,496
현금및현금성자산	19,182	29,141	41,143	60,059	80,988
매출채권및기타채권	3,857	4,893	7,071	8,927	10,854
재고자산	495	458	662	836	1,016
<b>비유동자산</b>	59,076	70,328	110,058	119,980	130,929
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	191,656	223,463	258,424
<b>유동부채</b>	24,333	33,595	56,851	68,343	80,280
단기금융부채	5,350	3,289	13,051	13,051	13,051
매입채무 및 기타채무	5,756	8,324	12,031	15,188	18,466
단기충당부채	711	980	1,416	1,787	2,172
<b>비유동부채</b>	5,638	11,668	22,580	26,489	30,418
장기금융부채	2,446	7,040	13,949	13,949	13,949
장기매입채무 및 기타채무	328	407	312	217	122
장기충당부채	592	870	1,170	1,426	1,691
<b>부채총계</b>	29,971	45,262	79,431	94,832	110,698
<b>지배주주지분</b>	52,254	62,989	89,302	101,244	115,876
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	17,157	25,079	35,689
비자배주주지분	5,148	11,288	22,923	27,387	31,850
<b>자본총계</b>	57,401	74,277	112,225	128,631	147,727
<b>부채와자본총계</b>	87,373	119,540	191,656	223,463	258,424

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	5,384	9,734	22,126	20,174	22,197
당기순이익(순실)	-2,343	4,143	19,600	10,593	13,401
비현금성항목등	6,946	4,274	-8,871	3,108	2,976
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	-1,858	-817	-817
운전자본감소(증가)	1,887	2,093	15,950	6,376	6,636
매출채권및기타채권의 감소(증가)	392	-603	-639	-1,855	-1,927
재고자산감소(증가)	-192	-44	-241	-174	-180
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,005	1,035	11,913	3,157	3,279
기타	682	1,704	4,917	5,248	5,465
법인세납부	-1,106	-775	-4,553	97	-816
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,112	-12,461	-36,299	-362	-255
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	643	750
<b>재무활동현금흐름</b>	3,983	4,629	24,742	-896	-1,013
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 자급	-103	-133	-501	-230	-347
기타	-109	-215	12,257	-666	-666
현금의 증가(감소)	6,712	9,761	11,039	18,916	20,929
기초현금	12,470	19,182	28,943	39,983	58,899
기말현금	19,182	28,943	39,983	58,899	79,828
FCF	6,373	9,445	13,412	17,123	19,152

자료 : 카카오, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	30,701	41,568	61,361	79,585	102,310
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	30,701	41,568	61,361	79,585	102,310
<b>매출총이익률 (%)</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	28,633	37,010	55,392	70,818	89,930
<b>영업이익</b>	2,068	4,559	5,969	8,766	12,379
영업이익률 (%)	6.7	11.0	9.7	11.0	12.1
<b>비영업손익</b>	-4,410	-416	16,955	5,647	5,754
순금용비용	-189	-45	268	179	72
외환관련손익	132	66	92	92	92
관계기업투자등 관련손익	12	2,933	4,917	4,917	4,917
<b>세전계속사업이익</b>	-2,343	4,143	22,924	14,413	18,133
세전계속사업이익률 (%)	-7.6	100	37.4	18.1	17.7
<b>계속사업법인세</b>	1,077	2,409	6,505	3,819	4,733
<b>계속사업이익</b>	-3,419	1,734	16,419	10,593	13,401
<b>증단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-3,419	1,734	16,419	10,593	13,401
순이익률 (%)	-11.1	4.2	26.8	13.3	13.1
<b>지배주주</b>	-3,010	1,556	13,976	8,151	10,958
지배주주귀속 순이익률(%)	-9.8	3.74	22.78	10.24	10.71
비지배주주	-409	177	2,443	2,443	2,443
총포괄이익	-3,461	3,336	22,461	16,635	19,442
지배주주	-3,043	2,816	17,997	12,172	14,979
비지배주주	-418	520	4,464	4,464	4,464
<b>EBITDA</b>	4,256	7,223	9,462	13,701	16,377

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	27.0	35.4	47.6	29.7	28.6
영업이익	183.5	120.5	30.9	46.9	41.2
세전계속사업이익	적전	흑전	453.4	-37.1	25.8
EBITDA	104.6	69.7	31.0	44.8	19.5
EPS(계속사업)	적전	흑전	791.0	-41.9	34.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-5.8	2.7	18.4	8.6	10.1
ROA	-4.1	1.7	10.6	5.1	5.6
EBITDA마진	13.9	17.4	15.4	17.2	16.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	116.3	146.5	143.5	151.4	158.8
부채비율	52.2	60.9	70.8	73.7	74.9
순차입금/자기자본	-24.7	-41.7	-38.6	-48.4	-56.3
EBITDA/이자비용(배)	33.2	38.1	16.6	24.0	28.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-716	353	3,144	1,828	2,457
BPS	12,121	14,235	20,027	22,702	25,983
CFPS	-195	957	3,930	2,934	3,354
주당 현금배당금	25	30	53	80	150
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	234.3	53.9	62.7	46.6
PER(최저)	N/A	76.2	25.1	45.2	33.6
PBR(최고)	2.6	5.8	8.5	5.0	4.4
PBR(최저)	1.6	1.9	3.9	3.6	3.2
PCR	-157.7	81.7	28.6	29.8	26.0
EV/EBITDA(최고)	29.9	47.6	77.4	34.7	28.0
EV/EBITDA(최저)	16.7	13.5	34.6	24.3	19.3