

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com
02-3773-8812**Company Data**

자본금	339 억원
발행주식수	6,778 만주
자사주	1 만주
액면가	500 원
시가총액	73,543 억원
주요주주	
김범수(와18)	44.29%
MAXIMO PTE. LTD.	8.26%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(17/08/10)	108,500 원
KOSPI	2359.47 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	120,000 원
52주 최저가	71,300 원
60일 평균 거래대금	745 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.4%	7.4%
6개월	27.5%	12.1%
12개월	17.0%	1.4%

카카오 (035720/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(상향))**주가 상승의 조건, 장기적으로 만족될 것**

- 2Q17 실적은 광고 부문 호조와 광고선전비 절감으로 영업이익 기대치 충족
- 하반기 게임 부문의 점진적인 반등과 로엔의 실적 호조로 견조한 실적 유지 전망
- 카카오 주가 반등의 조건인 게임, 모빌리티, 광고 분야에서는 단기 성과보다 장기 성장 가능성에 주목해야 할 시점
- 높은 밸류에이션은 부담 요인이나 플랫폼 전략의 방향성은 유호

2Q17: 광고 매출 호조로 기대치 부합

카카오 2Q17 실적은 매출액 4,684 억 원(5.6% qoq), 영업이익 446 억 원(16.4% qoq, OPM: 9.5%)이다. 매출은 광고 성수기 효과와 선거 특수 등으로 광고 매출이 증가하면서 게임 부문의 부진을 상쇄하였으며, 광고선전비 절감으로 영업이익도 전기 대비 개선되었다. 영업이익률은 1Q15 이후 가장 높은 수준까지 상승하면서 수익성도 점차 개선되고 있다. 하반기 마케팅 비용 증가가 예상되나, 게임 부문의 매출 반등과 뮤직 컨텐츠 등의 호조로 실적은 지속적으로 개선될 전망이다.

주가 상승의 조건

이미 높은 밸류에이션을 받고 있는 카카오의 주가가 더 오르기 위해서는 ① 게임 부문 매출 반등 ② 카카오모빌리티의 수익화, ③ 광고 부문에서의 지속적인 성장이 필요한데, 우리는 장기적으로 이러한 조건들이 만족될 것으로 본다. 하반기 최대 기대작인 음양사의 경우 초기 성과는 비교적 양호하며, 모바일 게임 퍼블리싱 사업 강화를 통해 하반기 게임 부문의 매출 반등을 예상한다. 택시, 내비게이션, 주차 등을 제공하는 카카오모빌리티도 기업용 업무택시, 내비게이션 쿠폰 발행, 주차 예약 같은 서비스들을 통해 수익화 모델이 구체화되고 있다. CBT를 마친 신규 광고 플랫폼이 하반기에 공식 출시될 예정이며, 계좌 개설 216 만을 넘어선 카카오뱅크는 향후 증자를 통해 본격적인 수익화에 나설 예정이다. 하반기에는 카카오뱅크와 카카오페이의 연동을 통한 시너지 창출도 본격화될 전망이다. 하반기 게임과 광고 부문의 성장이 확인되고, 모빌리티와 뱅크 등 신규 사업의 수익화 모델이 안정화된다면 카카오는 단기 실적 개선과 장기 성장성이 부각되면서 주가 상승이 가능할 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,989	9,322	14,642	18,968	20,523	21,407
yoY	%	136.7	86.9	57.1	29.5	8.2	4.3
영업이익	억원	1,764	886	1,161	1,786	2,427	2,998
yoY	%	167.9	49.8	31.1	53.8	35.9	23.5
EBITDA	억원	1,995	1,640	2,299	3,040	4,296	4,709
세전이익	억원	1,688	1,095	1,003	1,403	2,310	2,931
순이익(자배주주)	억원	1,501	757	577	1,271	1,740	2,222
영업이익률%	%	35.4	9.5	7.9	9.4	11.8	14.0
EBITDA%	%	40.0	17.6	15.7	16.0	20.9	22.0
순이익률	%	30.0	8.5	4.5	7.0	8.7	10.6
EPS	원	6,117	1,269	874	1,877	2,568	3,280
PER	배	20.2	91.2	88.1	57.8	42.3	33.1
PBR	배	2.9	2.7	1.5	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	32.6	39.4	24.4	24.5	16.4	13.9
ROE	%	114	3.0	1.9	3.7	4.8	5.9
순차입금	억원	-6,402	-5,468	1,206	-1,745	-6,088	-10,697
부채비율	%	12.4	23.3	48.1	50.3	51.8	52.5

투자의견 매수**목표주가 13 만원**

카카오에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 높은 밸류에이션은 단기 주가 상승에 부담요인으로 여겨지지만 하반기 게임과 광고부문의 성장과 신규서비스의 수익화 가능성이 확인된다면 주가 상승 가능성성이 충분하기 때문이다. 목표주가는 18년 EPS에 50.9 배를 적용하여 산정한 13만원을 제시한다. 50.9 배는 16년 이후 평균 12M Forward PER에 10% 프리미엄을 부여한 것이다.

카카오 분기별 실적 전망

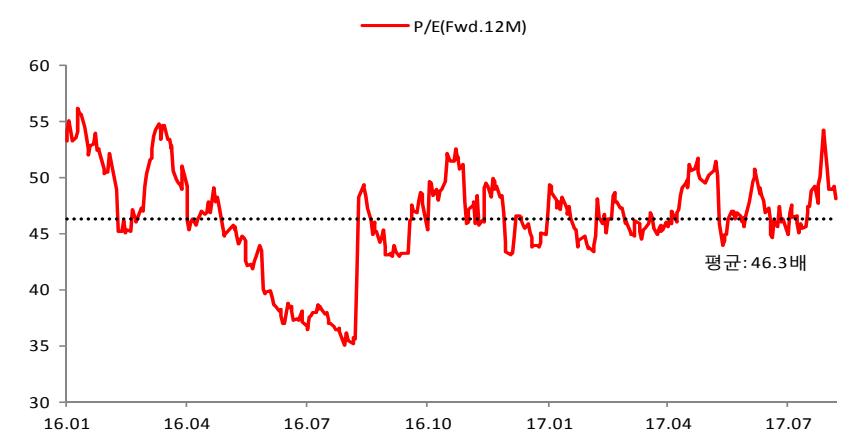
(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	2,425	3,765	3,914	4,538	4,438	4,684	4,700	5,145	14,642	18,968	20,523
광고플랫폼	1,294	1,362	1,269	1,415	1,333	1,514	1,364	1,563	5,340	5,774	5,947
콘텐츠플랫폼	916	1,904	1,984	2,215	2,218	2,363	2,490	2,628	7,019	9,699	11,018
게임 콘텐츠	703	783	785	932	803	787	815	861	3,203	3,266	3,555
뮤직 콘텐츠	34	905	955	1,069	1,103	1,171	1,257	1,346	2,963	4,877	5,717
기타 콘텐츠	179	216	244	214	312	405	417	422	853	1,556	1,747
기타	215	499	661	908	887	808	847	953	2,284	3,495	3,558
영업비용	2,214	3,499	3,611	4,157	4,055	4,238	4,292	4,597	13,481	17,182	18,095
영업이익	211	266	303	382	383	446	409	548	1,161	1,786	2,427
영업이익률	8.7%	7.1%	7.7%	8.4%	8.6%	9.5%	8.7%	10.6%	7.9%	9.4%	11.8%

자료: SK 증권 카카오

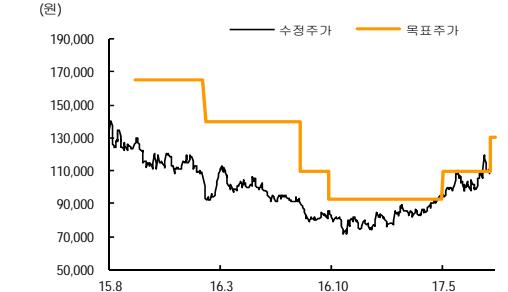
카카오 12M Forward PER

(단위: 배)



자료: Quantwise

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.11	매수	130,000원
	2017.05.12	매수	110,000원
	2016.11.11	매수	93,000원
	2016.10.05	매수	93,000원
	2016.08.12	매수	110,000원
	2016.07.13	매수	140,000원
	2016.05.13	매수	140,000원
	2016.04.12	매수	140,000원
	2016.02.11	매수	140,000원
	2016.01.12	매수	165,000원
	2015.12.28	매수	165,000원
	2015.11.13	매수	165,000원
	2015.10.01	매수	165,000원



(원)

— 수정주가 — 목표주가

15.8 16.3 16.10 17.5

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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 11일 기준)

매수	91.5%	중립	8.5%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,701	12,170	15,195	19,765	24,556
현금및현금성자산	3,972	6,416	7,853	12,196	16,805
매출채권및기타채권	1,452	2,510	2,846	3,019	3,157
재고자산	54	126	142	151	158
비유동자산	22,184	42,672	42,273	40,659	39,197
장기금융자산	429	1,038	1,542	1,542	1,542
유형자산	2,191	2,539	2,191	1,686	1,297
무형자산	18,556	37,332	36,893	35,761	34,671
자산총계	31,885	54,841	57,468	60,423	63,752
유동부채	3,161	8,060	8,486	8,896	9,223
단기금융부채	307	2,113	1,744	1,744	1,744
매입채무 및 기타채무	895	2,631	2,983	3,164	3,309
단기증당부채	11	14	15	16	17
비유동부채	2,869	9,752	10,750	11,732	12,722
장기금융부채	1,997	7,959	7,961	7,961	7,961
장기매입채무 및 기타채무	5	23	15	6	9
장기증당부채	284	323	361	381	397
부채총계	6,030	17,812	19,236	20,628	21,945
지배주주지분	25,524	34,325	35,435	36,956	38,925
자본금	301	339	339	339	339
자본잉여금	22,742	31,050	31,034	31,034	31,034
기타자본구성요소	-90	-112	-109	-109	-109
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	2,563	3,040	4,211	5,781	7,800
비지배주주지분	331	2,704	2,797	2,840	2,882
자본총계	25,855	37,029	38,232	39,796	41,808
부채와자본총계	31,885	54,841	57,468	60,423	63,752

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,899	3,319	2,901	4,713	4,951
당기순이익(순실)	1,095	1,003	961	1,792	2,275
비현금성활동등	778	1,550	2,148	2,504	2,434
유형자산감가상각비	491	562	591	505	389
무형자산상각비	263	576	662	1,363	1,321
기타	232	408	230	91	91
운전자본감소(증가)	376	1,310	-985	113	78
매출채권및기타채권의 감소(증가)	236	-284	-1,107	-173	-138
재고자산감소(증가)	-23	-78	-17	-9	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-165	1,052	371	181	145
기타	328	620	-232	113	78
법인세납부	-351	-544	777	303	164
투자활동현금흐름	-4,388	-10,091	-699	-56	-5
금융자산감소(증가)	-2,115	1,867	-434	0	0
유형자산감소(증가)	-749	-804	-204	0	0
무형자산감소(증가)	-72	-239	-231	-231	-231
기타	-1,452	-10,915	169	175	226
재무활동현금흐름	1,942	9,182	-704	-314	-337
단기금융부채증가(감소)	-24	2,031	-588	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,114	5,926	0	0	0
자본의증가(감소)	131	81	17	0	0
배당금의 지급	-116	-113	-100	-169	-203
기타	-163	1,258	-133	-144	-133
현금의 증가(감소)	-541	2,445	1,437	4,343	4,609
기초현금	4,512	3,972	6,416	7,853	12,196
기말현금	3,972	6,416	7,853	12,196	16,805
FCF	852	2,488	3,182	3,695	3,944

자료 : 카카오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,322	14,642	18,968	20,523	21,407
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,322	14,642	18,968	20,523	21,407
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,436	13,481	17,182	18,095	18,409
영업이익	886	1,161	1,786	2,427	2,998
영업이익률 (%)	9.5	7.9	9.4	11.8	14.0
비영업손익	210	-158	-383	-118	-67
순금융비용	-101	48	10	-39	-90
외환관련손익	8	78	37	37	37
관계기업투자등 관련손익	104	-5	-102	-102	-102
세전계속사업이익	1,095	1,003	1,403	2,310	2,931
세전계속사업이익률 (%)	11.8	6.9	7.4	11.3	13.7
계속사업법인세	308	348	79	517	657
계속사업이익	788	655	1,324	1,792	2,275
중대사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	788	655	1,324	1,792	2,275
순이익률 (%)	8.5	4.5	7.0	8.7	10.6
지배주주	757	577	1,271	1,740	2,222
지배주주가속 순이익률(%)	81.2	3.94	6.7	8.48	10.38
비지배주주	31	78	52	52	52
총포괄이익	775	649	1,265	1,733	2,215
지배주주	744	578	1,222	1,690	2,173
비지배주주	31	71	42	42	42
EBITDA	1,640	2,299	3,040	4,296	4,709

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	86.9	57.1	29.5	8.2	4.3
영업이익	-49.8	31.1	53.8	35.9	23.5
세전계속사업이익	-35.1	-8.4	39.9	64.6	26.9
EBITDA	-17.8	40.2	32.2	41.3	9.6
EPS(계속사업)	-79.3	-31.2	114.8	36.8	27.7
수익성 (%)					
ROE	3.0	1.9	3.7	4.8	5.9
ROA	2.6	1.5	2.4	3.0	3.7
EBITDA마진	17.6	15.7	16.0	20.9	22.0
안정성 (%)					
유동비율	306.9	151.0	179.1	222.2	266.3
부채비율	23.3	48.1	50.3	51.8	52.5
순차입금/자기자본	-21.2	3.3	-4.6	-15.3	-25.6
EBITDA/이자비용(배)	196.1	16.1	22.3	31.6	34.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,269	874	1,877	2,568	3,280
BPS	42,472	50,765	52,278	54,522	57,428
CFPS	2,534	2,598	3,727	5,326	5,804
주당 현금배당금	167	148	250	300	330
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	124.0	137.1	63.9	46.7	36.6
PER(최저)	79.1	81.6	40.6	29.6	23.2
PBR(최고)	3.7	2.4	2.3	2.2	2.1
PBR(최저)	2.4	1.4	1.5	1.4	1.3
PCR	45.7	29.6	29.1	20.4	18.7
EV/EBITDA(최고)	52.8	33.1	27.1	18.2	15.6
EV/EBITDA(최저)	33.3	22.7	0.4	-0.8	-1.7