

# SK COMPANY Analysis



SK 신성장산업분석팀



Analyst  
이소중

sojoong@sks.co.kr  
02-3773-9953

## Company Data

자본금	75 억원
발행주식수	7,463 만주
자사주	12 만주
액면가	100 원
시가총액	55,009 억원
주요주주	
카카오(외15)	55.17%
외국인지분률	10.60%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/02/18)	70,800 원
KOSDAQ	881.71 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	108,700 원
52주 최저가	47,950 원
60일 평균 거래대금	1,311 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.7%	10.4%
6개월	-8.8%	5.4%
12개월	28.5%	44.0%

## 카카오게임즈 (293490/KQ | 매수(신규편입) | T.P 85,000 원(신규편입))

### 1H22 기준 게임 지역 확대 및 NFT & 메타버스 사업 추진

- 카카오톡 메신저, 포털 Daum 등 대중적인 플랫폼을 통해 퍼블리싱 사업 영위
- 1H22부터 '오딘 : 발할라 라이징'을 대만, 일본, 유럽과 북미 지역에 순차적으로 출시
- 일본서 흥행한 '우마무스메프리티 더비'와 다수의 신작들 출시 예정
- 자회사 메타보라는 연내 NFT 거래소와 함께 블록체인 게임 10여종 출시할 계획
- 2022년 매출액 1.45조원(+44% YoY), 영업이익 3,399억원(+197% YoY) 전망

### 대중적인 플랫폼 기반 게임 퍼블리셔

카카오게임즈는 카카오톡 메신저, 포털 Daum 등 대중적인 플랫폼을 통해 퍼블리싱 사업을 영위 중이며, 자회사 엑스엘게임즈, 프렌즈게임즈 등에서 PC 및 모바일 게임을 개발하고 있다. 주요 PC 게임은 '배틀그라운드', '엘리온'이며 주요 모바일 게임은 '오딘 : 발할라 라이징', '가디언테일즈', '달빛조각사' 등이 있다. 3Q21 국내 출시한 오딘을 1H22부터 대만에 출시(2월 10일 사전예약)하고 순차적으로 일본, 유럽과 북미로 서비스 지역을 확대할 계획이다.

### 2022년 자체 블록체인 플랫폼에서 P2E/NFT 게임 출시 기대

카카오게임즈 자회사 메타보라(프렌즈게임)는 블록체인 플랫폼에 적용 가능한 가상화폐 보라 코인을 보유 중인 웨이투빗을 흡수합병하고 NFT 거래소를 준비 중이다. 보라 코인 기반의 플랫폼에 블록체인 게임 10여종을 출시할 것으로 기대한다. 보라 플랫폼에 다수의 게임과 엔터테인먼트 파트너사들의 콘텐츠가 출시되어 플랫폼 사업이 본격화될 것으로 예상한다. 또한 플랫폼의 기축통화인 보라 가상화폐의 가격을 안정화시키기 위해 유동성 공급 및 소각 등에 대한 계획이 마련된 만큼 안정적인 플랫폼 운영이 기대된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 85,000 원으로 커버리지 개시

목표주가는 2022년 예상 EPS(3,402 원) 가상화폐 거래소 사업자인 코인베이스, 글로벌 게임사 Netease 와 넷마블의 평균 PER 25 배를 적용한 수치다. 연내로 일본에서 모바일 게임 매출 상위권에 속한 미소녀 육성 및 경주 시뮬레이션 게임 '우마무스메프리티 더비'와 달빛조각사 개발사 엑스엘게임즈의 MMORPG 신작 등이 출시될 예정이다. 오딘의 지역 확장과 신작들의 신규 매출을 감안해 2022년 매출액은 1.45조원(+44% YoY), 영업이익은 3,399억원(+197% YoY)으로 전망한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	4,208	3,910	4,955	10,125	14,533	16,607
yoY	%	109.1	-7.1	26.7	104.3	43.5	14.3
영업이익	억원	472	350	665	1,144	3,399	3,473
yoY	%	22.1	-25.8	90.1	71.9	197.3	2.2
EBITDA	억원	584	528	888	1,667	4,343	4,366
세전이익	억원	284	201	779	7,247	3,413	3,534
순이익(지배주주)	억원	190	110	860	5,288	2,537	2,657
영업이익률%	%	11.2	9.0	13.4	11.3	23.4	20.9
EBITDA%	%	13.9	13.5	17.9	16.5	29.9	26.3
순이익률	%	4.5	2.3	13.6	51.4	17.6	16.0
EPS(계속사업)	원	352	197	1,380	7,092	3,402	3,564
PER	배	0.0	0.0	33.3	12.8	20.7	19.7
PBR	배	0.0	0.0	3.4	3.6	2.5	2.2
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	33.3	39.6	10.5	9.4
ROE	%	6.2	2.6	12.1	36.7	12.6	11.7
순차입금	억원	-2,190	-2,218	-4,899	-5,747	-10,468	-15,156
부채비율	%	31.0	41.8	27.8	64.8	68.9	70.5

## 카카오게임즈 실적 추정

(단위 : 억원)

항목	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	964	1,065	1,505	1,420	1,301	1,295	4,662	2,867	2,844	3,509	4,258	3,922	4,954	10,125	14,533	16,607
yoy	5%	11%	54%	34%	35%	22%	210%	102%	119%	171%	-9%	37%	27%	104%	44%	14%
모바일	428	452	895	714	601	843	4,105	2,000	1,947	2,545	3,226	2,907	2,489	7,549	10,625	12,575
PC	429	454	439	516	511	188	179	193	189	228	267	226	1,838	1,071	911	735
기타	107	160	171	190	189	264	377	674	708	736	765	788	628	1,504	2,998	3,297
영업비용	837	905	1,293	1,255	1,145	1,214	4,234	2,388	2,344	2,618	3,103	3,068	4,290	8,981	11,134	13,134
인건비	177	219	222	269	255	257	338	441	332	334	406	507	887	1,292	1,580	1,816
자급수수료	504	487	748	688	603	595	3,242	1,046	1,081	1,298	1,618	1,490	2,427	5,485	5,488	6,643
광고선전비	21	32	144	114	81	133	364	214	228	281	341	314	311	793	1,163	1,329
기타 비용	135	167	179	184	206	228	290	687	704	705	739	757	665	1,411	2,904	3,346
영업이익	127	160	212	165	156	81	428	479	500	891	1,155	854	664	1,144	3,399	3,473
yoy	30%	103%	179%	68%	23%	-49%	102%	189%	221%	995%	170%	78%	89%	72%	197%	2%
지분법평가손익	0	-4	-6	-6	11	-13	238	-107	-4	3	3	3	-16	128	5	31
당기순이익	109	168	269	127	183	4	443	4,573	372	670	868	649	674	5,204	2,560	2,651
yoy	45%	9,192%	706%	흑전	68%	-98%	65%	3488%	103%	15,965%	96%	-86%	655%	672%	-51%	4%
지배주주순이익	134	190	279	255	207	10	496	4,575	380	659	852	646	859	5,289	2,537	2,658

자료 : SK 증권

## 카카오게임즈 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2022E 지배주주순이익(억원)	2,537	억원	(a)
발행주식수(주)	74,568,295	주	(b)
2022E EPS(원)	3,402	원	(c) : (a)/(b) x 100,000,000
목표 P/E(배)	25	배	(d) : 유사기업 Netease, Coinbase, 넷마블 평균 P/E 25배
적정 주가(원)	85,040	원	(e) : (c) x (d)
목표 주가(원)	85,000	원	
현재 주가(원)	70,800	원	
상승 여력(%)	20	%	

자료 : SK 증권

## Peer Group 밸류에이션 표

(단위 : 억원 %, 배)

항목	년도	NetEase	Coinbase	넷마블	카카오게임즈
티커		9999	Coin	251270	293490
시가총액(조원)		80.2	53.6	8.7	5.5
	2019	99,943	6,222	21,787	3,910
매출액	2020	125,861	15,066	24,848	4,955
	2021E	165,178	87,519	25,059	10,125
	2022E	191,966	84,868	31,905	16,190
영업이익	2019	23,266	-534	2,027	350
	2020	24,839	4,823	2,720	665
	2021E	30,747	33,396	1,545	1,114
	2022E	38,149	26,845	3,353	3,638
영업이익률	2019	23.3%	-	9.3%	9.0%
	2020	19.7%	32.00%	10.9%	13.4%
	2021E	18.6%	38.20%	6.2%	12.4%
	2022E	19.9%	31.60%	10.5%	27.6%
순이익	2019	35,829	-354	1,560	110
	2020	20,609	3,801	3,130	860
	2021E	27,750	39,369	2,438	1,209
	2022E	33,157	20,137	3,376	3,119
P/E	2019	-	-	49.1	-
	2020	-	-	34.4	33.1
	2021E	25.1	14.8	44.1	44.7
	2022E	21.8	27.7	25.0	17.6
P/B	2019	-	-	1.7	-
	2020	-	-	2.0	3.4
	2021E	4.4	8.2	2.0	3.9
	2022E	3.7	6	1.4	3.1

자료 : Bloomberg, SK증권

## 주요 게임 및 신작 장르 및 출시 일정

게임	장르	자체개발/퍼블리싱(개발사)	플랫폼	출시일정(예상)
오딘 : 빌할라라이징	MMORPG	퍼블리싱(라이온하트)	모바일/PC	2021년 6월 국내 1H22 대만 이후 일본/유럽/북미
가디언테일즈	액션 RPG	퍼블리싱(콩 스튜디오)	모바일	2020년 7월 국내 2021년 10월 일본
달빛조각사	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일	2019년 10월 국내 2021년 5월 글로벌
배틀그라운드	서바이벌 FPS	퍼블리싱(크래프톤)	PC	2017년 11월 국내
엘리온	MMORPG	퍼블리싱(크래프톤)	PC	2020년 12월 국내 2021년 10월 북미/유럽
검은사막	MMORPG	퍼블리싱(펄어비스)	PC	2016년 3월 북미/유럽
우마무스메프리티 더비	경주/육성 시뮬레이션	퍼블리싱(Cygames)	모바일	2Q22 국내
디스테라(early access)	서바이벌 FPS	퍼블리싱(리얼리티매직)	PC(steam)	1H22 글로벌
Kakaopage Play(가칭)	스토리	자체개발(애드페이지)	모바일	1H22 글로벌
프렌즈샷누구나골프	캐주얼	자체개발(프렌즈게임즈)	모바일	1H22 글로벌
Kitten Pop	캐주얼	자체개발(프렌즈게임즈)	모바일	1H22 국내, 2H22 글로벌
프로젝트 Ares	액션 RPG	퍼블리싱(세컨드다이브)	모바일	2H22 국내
에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	2H22 글로벌(중국 제외)
가디스오더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	2H22 글로벌(중국 제외)
엑스엘게임즈 신작	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일	2H22 글로벌
이터널 리턴	MOBA	퍼블리싱(님블뉴런)	PC(MS)/콘솔	2H22 글로벌

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

## 카카오게임즈 연혁

날짜	내용
2013.08	(주)엔진 설립
2015.08	(주)케이벤처그룹투자로 카카오 계열 편입
2016.03	PC게임 '검은사막' 북미유럽 출범
2016.04	(주)다음게임 합병, PC게임 사업 강화
2016.10	모바일게임 '프렌즈팝콘' 출시
2017.09	신사업 자회사 (주)카카오VX 편입
2017.11	카카오 모바일 게임 사업부문 통합
2017.11	PC게임 '배틀그라운드' 국내 출시
2019.10	모바일게임 '달빛조각사' 출시
2020.03	(주)엑스엘게임즈 인수
2020.07	모바일게임 '가디언테일즈' 글로벌 출시
2020.09	코스닥시장 상장
2021.02	(주)넵튠 인수
2021.06	모바일게임 '오딘발할라 라이징' 국내 출시
2021.11	(주)라이온하트스튜디오 인수

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

## 효율적인 마케팅 플랫폼 보유

## ..... 메가트래픽 플랫폼 보유 .....



## ..... 유저타깃팅 및 접근성 고도화 .....



## ..... 게임 마케팅플랫폼으로 진화 .....



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

## 자체 게임 개발 능력 보유

## ..... 개발 인력 구성 .....



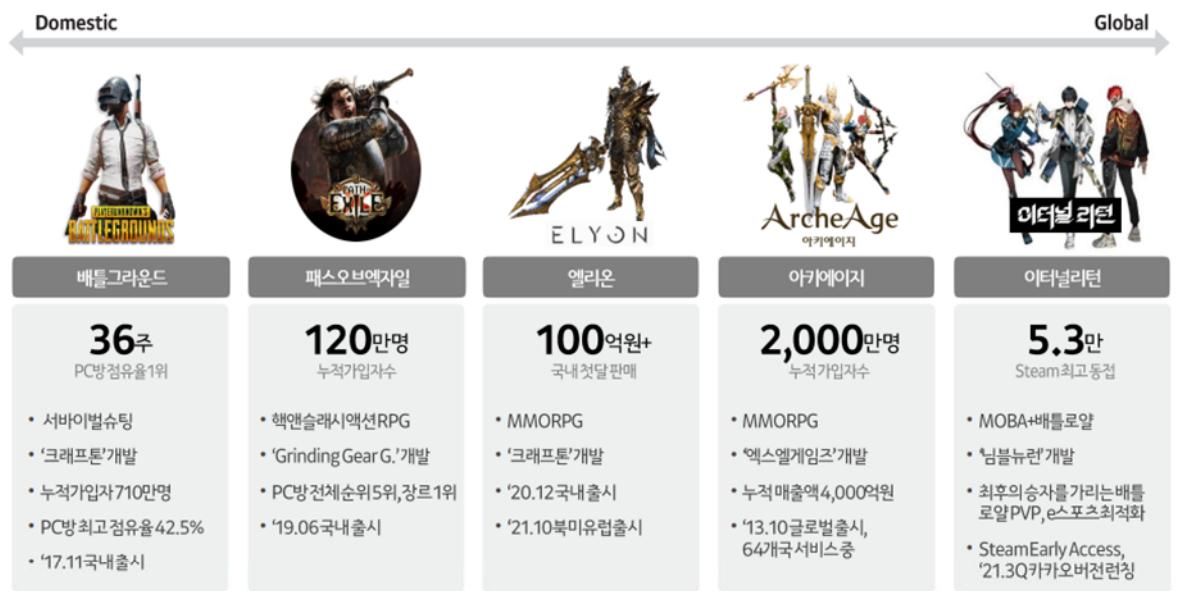
## ..... 자체 개발 .....



\*상기 개발인력에는 '넵튠' 산하 조직인력은 볼포함

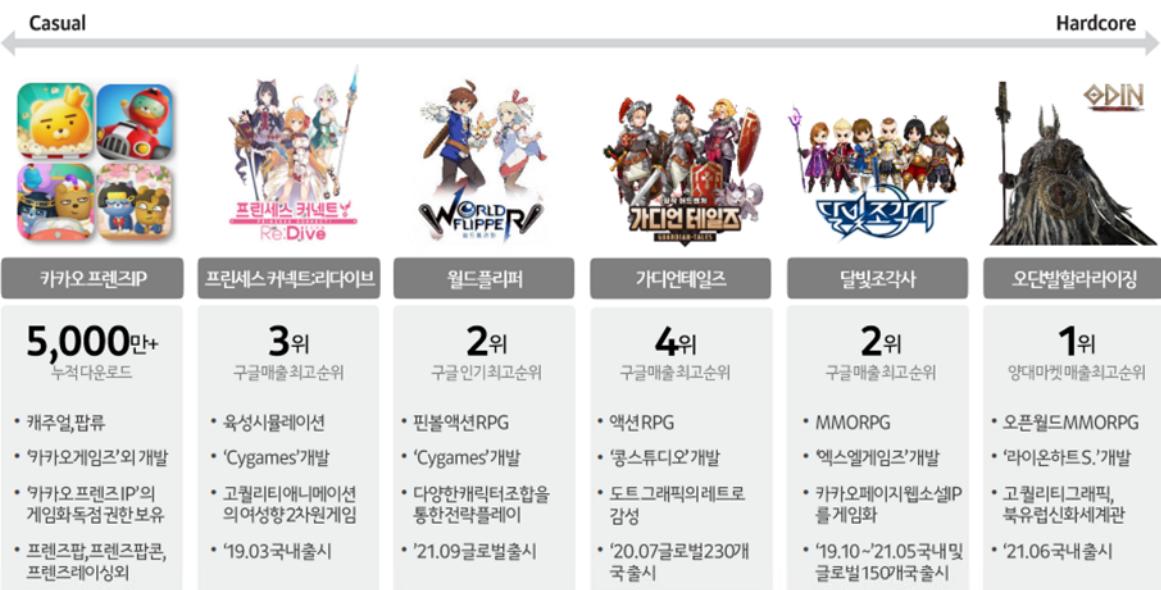
자료 : 카카오게임즈, SK 증권

## PC 게임 라인업



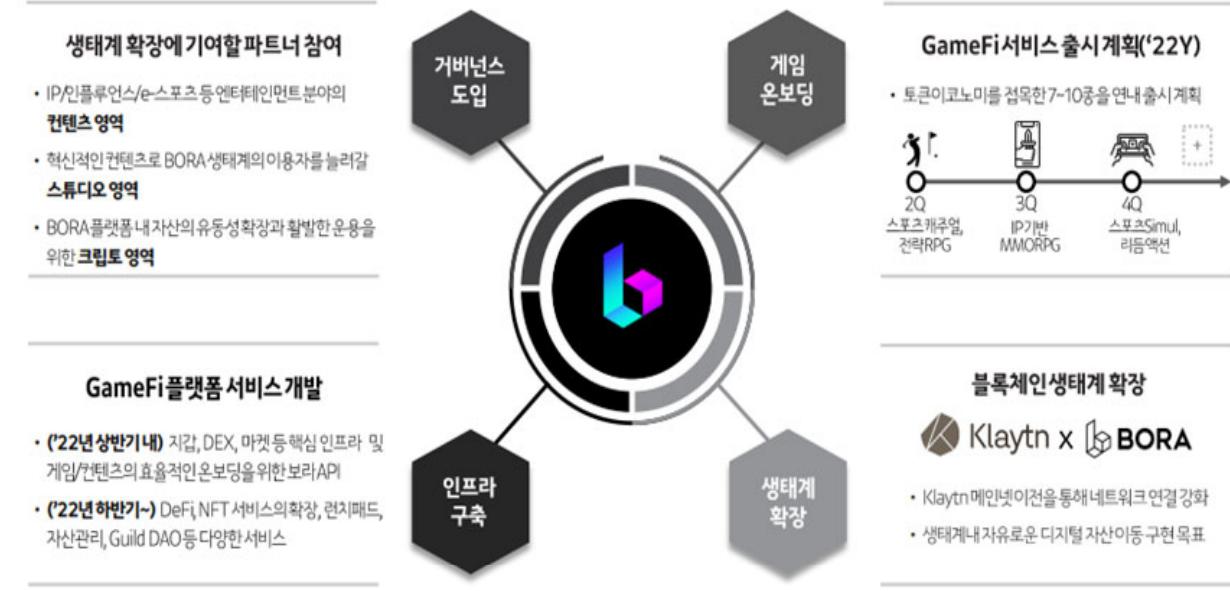
자료 : 카카오게임즈, SK 증권

## 모바일 게임 라인업



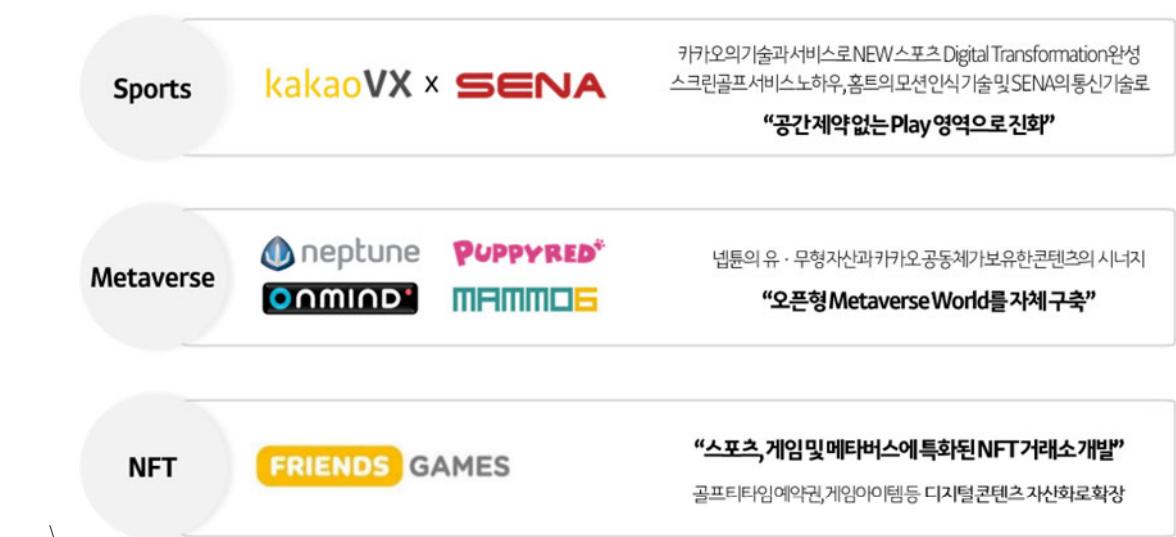
자료 : 카카오게임즈, SK 증권

## BORA 2.0, GameFi 영역 확대



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

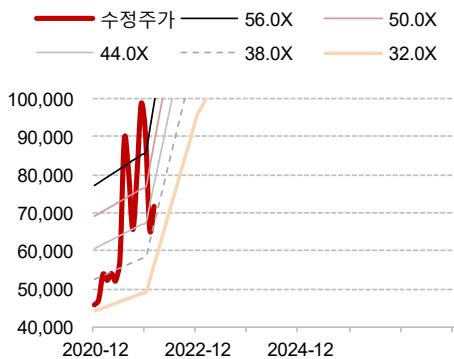
## 스포츠, 메타버스, NFT 사업 추진



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

카카오게임즈 PER 배당 차트

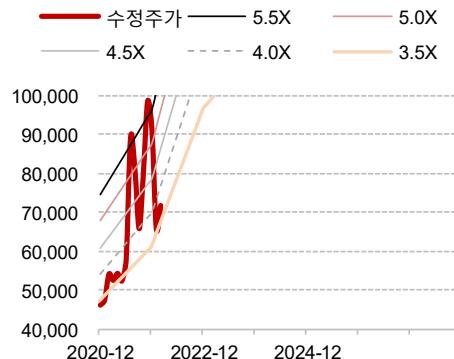
(단위 : 원, 배)



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

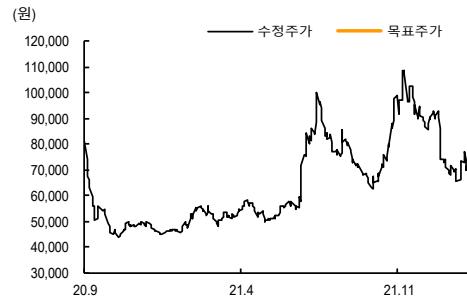
카카오게임즈 PBR 배당 차트

(단위 : 원, 배)



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		고리율
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.02.21	매수	85,000원	6개월		



## Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 21일 기준)

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	3,336	6,956	13,924	19,465	24,546
현금및현금성자산	2,471	5,672	6,042	11,031	15,816
매출채권및기타채권	381	606	841	1,151	1,315
재고자산	118	117	252	345	394
<b>비유동자산</b>	2,582	6,143	18,909	18,616	18,521
장기금융자산	1,092	2,541	4,956	4,956	4,956
유형자산	110	494	368	183	70
무형자산	556	1,533	2,179	1,567	935
<b>자산총계</b>	5,918	13,099	32,833	38,082	43,066
<b>유동부채</b>	1,433	1,593	2,316	4,622	6,788
단기금융부채	252	297	438	485	531
매입채무 및 기타채무	319	407	815	2,684	4,595
단기충당부채	81	107	216	296	338
<b>비유동부채</b>	311	1,252	10,600	10,914	11,015
장기금융부채	223	842	6,254	6,481	6,538
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	22	43	82	110	135
<b>부채총계</b>	1,744	2,845	12,915	15,536	17,803
<b>지배주주지분</b>	4,156	10,027	18,782	21,388	24,114
자본금	56	74	75	77	79
자본잉여금	3,312	7,283	8,235	8,235	8,235
기타자본구성요소	17	19	24	24	24
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	936	1,795	7,409	9,946	12,602
비자배주주지분	18	226	1,136	1,158	1,150
<b>자본총계</b>	4,174	10,254	19,918	22,546	25,264
<b>부채와자본총계</b>	5,918	13,099	32,833	38,082	43,066

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	568	829	2,551	4,866	4,813
당기순이익(순실)	201	779	5,422	2,560	2,650
비현금성항목등	397	209	-3,653	1,783	1,716
유형자산감가상각비	105	132	292	274	203
무형자산상각비	73	91	231	670	690
기타	226	-59	-5,785	0	0
운전자본감소(증가)	-6	-117	-421	1,174	1,331
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-73	-121	-204	-310	-164
재고자산감소(증가)	-26	1	-152	-93	-49
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-40	124	99	1,869	1,911
기타	134	-121	-165	-292	-367
법인세납부	-25	-42	1,203	-651	-884
<b>투자활동현금흐름</b>	909	-1,683	-8,378	-121	-101
금융자산감소(증가)	1,013	32	-6,120	-5	-6
유형자산감소(증가)	-42	-277	-87	-89	-90
무형자산감소(증가)	-10	-17	-58	-58	-58
기타	-53	-1,421	-2,113	30	52
<b>재무활동현금흐름</b>	-60	4,079	6,155	245	73
단기금융부채증가(감소)	6	-124	-12	47	47
장기금융부채증가(감소)	-61	103	4,874	227	56
자본의증가(감소)	-18	4,107	86	2	2
배당금의 자급	0	0	0	0	0
기타	14	-7	1,207	-31	-32
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,423	3,201	369	4,990	4,785
기초현금	1,048	2,471	5,672	6,042	11,031
기말현금	2,471	5,672	6,042	11,031	15,816
FCF	342	-125	472	4,514	4,709

자료 : 카카오게임즈, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	3,910	4,955	10,125	14,533	16,607
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	3,910	4,955	10,125	14,533	16,607
<b>매출총이익률 (%)</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	3,560	4,290	8,981	11,134	13,134
<b>영업이익</b>	350	665	1,144	3,399	3,473
영업이익률 (%)	9.0	13.4	11.3	23.4	20.9
<b>비영업손익</b>	-149	114	6,103	13	61
순금융비용	-17	19	1	1	-20
외환관련손익	6	-14	9	9	9
관계기업투자등 관련손익	-9	-4	128	5	31
<b>세전계속사업이익</b>	201	779	7,247	3,413	3,534
세전계속사업이익률 (%)	5.2	15.7	71.6	23.5	21.3
<b>계속사업부분</b>	113	104	2,043	853	883
<b>계속사업이익</b>	89	675	5,204	2,560	2,650
<b>증단사업이익</b>	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	89	675	5,204	2,560	2,650
순이익률 (%)	2.3	13.6	51.4	17.6	16.0
지배주주	110	860	5,288	2,537	2,657
지배주주귀속 순이익률(%)	281	17.35	52.23	17.45	16
비지배주주	-21	-185	-85	23	-7
총포괄이익	-15	1,695	7,710	2,626	2,716
지배주주	6	1,881	7,797	2,604	2,725
비지배주주	-21	-186	-86	22	-8
<b>EBITDA</b>	528	888	1,667	4,343	4,366

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-7.1	26.7	104.3	43.5	14.3
영업이익	-25.8	90.1	71.9	197.3	2.2
세전계속사업이익	-29.1	286.9	829.9	-52.9	35
EBITDA	-9.5	68.0	87.8	160.5	0.5
EPS(계속사업)	-44.0	600.9	413.8	-52.0	4.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.6	12.1	36.7	12.6	11.7
ROA	1.6	7.1	22.7	7.2	6.5
EBITDA/마진	13.5	17.9	16.5	29.9	26.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	232.9	436.6	601.3	421.1	361.6
부채비율	41.8	27.8	64.8	68.9	70.5
순차입금/자기자본	-53.1	-47.8	-28.9	-46.4	-60.0
EBITDA/이자비용(배)	43.8	18.0	54.2	141.3	136.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	197	1,380	7,092	3,402	3,564
BPS	7,443	13,529	25,147	28,636	32,286
CFPS	517	1,737	7,794	4,667	4,761
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	58.8	15.3	27.3	26.1
PER(최저)	0.0	31.9	6.4	19.3	18.4
PBR(최고)	0.0	6.0	4.3	3.3	2.9
PBR(최저)	0.0	33	1.8	2.3	2.0
PCR	0.0	265	11.7	15.1	14.8
EV/EBITDA(최고)	0.0	61.8	46.0	14.5	13.3
EV/EBITDA(최저)	0.0	31.5	17.5	9.6	8.5